全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特法则

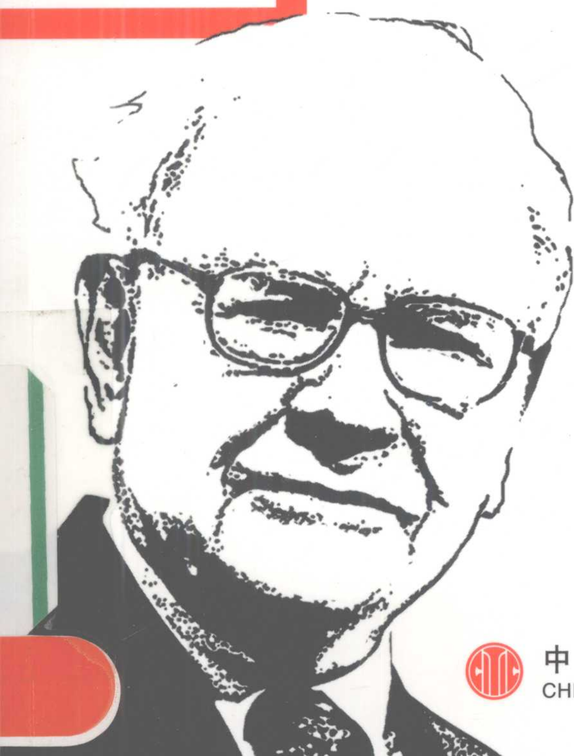
BUFFETTOLOGY

『这绝对是史上关于巴菲特投资技巧的最好的书』
——斯泰芬·胡佛

巴菲特的忠告——
最有利可图的投资总是在人们对市场悲观，而不是乐观时产生。

怎样在动荡的市场中认清形势，在逆势中洞察真正的投资机会？无论牛市还是熊市，巴菲特的投资策略都能助你获得前所未有的收益。

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克◎著





中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克◎著
李 凤◎译

巴菲特法则

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特法则/（美）巴菲特，（美）克拉克著；李凤译.—北京：中信出版社，2008.10

书名原文：Buffettology：The Previously Unexplained Techniques That Have Made Warren Buffett The World's Most Famous Investor

ISBN 978-7-5086-1239-3

Ⅰ.巴… Ⅱ.①巴…②克…③李… Ⅲ.证券投资－经验－美国 Ⅳ.F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 005365 号

Buffettology：The Previously Unexplained Techniques That Have Made Warren Buffett The World's Most Famous Investor by Mary Buffett and David Clark

Original English Language Edition Copyright © 1997 by Mary Buffett and David Clark

Simplified Chinese Translation Copyright © 2008 by China CITIC Press.

Published by arrangement with the original publisher，FREE PRESS，a Division of Simon & Schuster，Inc.

ALL RIGHTS RESERVED.

巴菲特法则

BAFEITE FAZE

著　　者：［美］玛丽·巴菲特　戴维·克拉克

译　　者：李　凤

策 划 者：中信出版社策划中心

出 版 者：中信出版社（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦　100013）

经 销 者：中信联合发行有限责任公司

承 印 者：北京牛山世兴印刷厂

开　　本：787mm×1092mm　1/16　　**印　　张：**18.25　　**字　　数：**208 千字

版　　次：2008 年 10 月第 1 版　　**印　　次：**2008 年 10 月第 1 次印刷

京权图字：01-2008-0831

书　　号：ISBN 978-7-5086-1239-3/F·1391

定　　价：42.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。　　服务热线：010-84264000　010-84264377

http://www.publish.citic.com

E-mail:sales@citicpub.com

author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献给我的孩子们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致谢

首先要感谢的是我们的发行人埃利诺·罗森。她是我们最为出色的合作者。每艘船都需要一个好船长，她就是我们这艘航船的领航人，我们将永远感谢她。

我们还要感谢斯基伯纳出版社（Scribner）的工作人员。他们不愧为最优秀的出版人。我们可以坦率地告诉你，他们应当得到更多的赞誉。

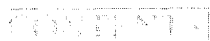
我们要特别感谢辛迪·科诺利，她在本书起草阶段，曾与我们同甘共苦，辛勤工作。她是一个天才的新闻记者，用她手中的笔帮我们解决了很多文字难题，为读者排疑解惑。

我们还要对丹·芒廷表示感谢，感谢他作为我们亲爱的朋友，在我们最困难的时刻伸出援助之手；感谢埃里卡和尼可为我们提出明智的学术建议；感谢萨姆对我们的耐心；感谢詹姆斯·海古德——一位亲爱的朋友、无与伦比的父亲；感谢瓦莱丽·夏特在生活上对我们无微不至的照顾；感谢帕蒂，她曾让一个孩子坐在一张股票经纪人的办公桌上，对这个孩子说：“你可以选择投资你爸爸工作的公司，或者迪士尼公司。”（这个孩子选择了迪士尼，迪士尼帮她付了大学学费）；感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谢已故的伟人本杰明·格雷厄姆，他是最有天分的老师；感谢蒂姆·茨威柏克，他是我们在黑暗森林中的指路明灯；感谢布赖恩·贝里芬特，他永远是我们所有原稿读者中最具创意、最幽默的人；感谢 Manatt, Phelps & Phillips 律师事务所的文森特·沃尔德曼和艾伦·莫雷利，他们永远把客户的利益放在第一位；感谢凯蒂·奥基夫，她是平凡世界里一颗璀璨的宝石；感谢来自纽约的助理研究员安迪·克拉克，他在美国纽约大学从事非常深入的研究；感谢我们来自奥马哈的助理研究员蒙特·雷夫霍尔茨，他使得政府雇员发现他们保持的历史纪录并不存在；感谢理查德·欧士鲁，我们曾经占用了他很多的宝贵时间，向他请教关于银行业的问题，他都认真仔细地进行了回答；感谢才华横溢的英国画家海伦·布拉夫，她画得一手非常棒的蜡笔画，她的画为我们带来了视觉享受，让我们在紧张的写作过程中得到放松；感谢来自纽约的演员特里·罗森伯格，他教会我们怎样面对每个清晨，用热情击退无聊；感谢比阿特丽斯·邦纳，他始终是我们亲爱的朋友；感谢约翰·约翰逊——我们的守护天使；感谢苏茜，她每天都让所有人感受她最无私、最亲切的胸怀；最后，我们要感谢的人就是沃伦·巴菲特，我们要感谢他的慷慨和他的天赋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录

第一部分

巴菲特基本法则的艺术

第 1 章　阅读本书之前　/ 3
第 2 章　如何使用本书　/ 9
第 3 章　巴菲特的根　/ 13
第 4 章　企业前景投资　/ 18
第 5 章　什么是企业化投资　/ 20
第 6 章　巴菲特的收益观点　/ 22
第 7 章　支付价格决定收益率　/ 26
第 8 章　公司、股票、债券——实用说明　/ 32
第 9 章　对企业进行估价　/ 41
第10章　关于企业前景投资你只需知道两件事：买什么？以什么价格买？　/ 51
第11章　巴菲特的秘密武器：复利的魔力　/ 55

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章　决定你想要拥有的企业类型　/ 64
第13章　内在价值扩展理论　/ 68
第14章　平庸的企业　/ 73
第15章　如何鉴别优秀企业——巴菲特好运的关键所在　/ 80
第16章　有助于判别企业优秀与否的 9 个问题　/ 85
第17章　到哪里寻找优质企业　/ 102
第18章　寻找可投资公司的其他途径　/ 108
第19章　你必须了解你要投资的公司的管理状况　/ 115
第20章　公司不景气可能是投资的好机会　/ 117
第21章　市场机制如何影响股价以制造购买机会　/ 123
第22章　通货膨胀　/ 133
第23章　通货膨胀和消费垄断型企业　/ 140
第24章　关于税收　/ 143
第25章　通货膨胀和税收对收益率的影响，以及将投资收益率定为 15% 的必要性　/ 145
第26章　分散投资和集中投资　/ 147
第27章　如何把握卖出时机　/ 149
第28章　巴菲特的各种投资　/ 154

第二部分

巴菲特高级法则

第29章　分析师在确定获利能力中的角色　/ 161
第30章　数学工具　/ 163
第31章　测试 1：一看即知的收益可预测性　/ 165
第32章　测试 2：确定你的初始收益率　/ 168
第33章　测试 3：确定每股收益增长率　/ 169

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第34章 确定相对于政府债券的公司价值 / 173
第35章 了解巴菲特为何倾向于投资权益回报率高的公司 / 175
第36章 确定预期年复利收益率（上） / 184
第37章 确定预期年复利收益率（下） / 190
第38章 带有增加息票的权益/债券 / 199
第39章 使用每股收益年增长率来预测股票的未来价值 / 203
第40章 公司如何通过回购股票实现股东的财富增长 / 207
第41章 如何确定每股收益增长是缘于股票回购 / 212
第42章 如何衡量管理层对留存收益的利用能力 / 215
第43章 短期套利行为 / 220
第44章 归纳总结：案例分析 / 227
第45章 巴菲特如何开始他的投资旅程:投资媒体 / 249
第46章 可供参考的五十四家公司 / 257
第47章 等待完美一掷 / 277

结 语 / 282
声 明 / 283

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分
巴菲特基本法则的艺术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章
阅读本书之前

这本书既不是沃伦·巴菲特（Warren Buffett）写给伯克希尔－哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）股东们信函的修正版，也不是关于巴菲特奇闻逸事的人物传记。这是一本有关巴菲特投资技术的书，其中包含了大量的实战案例，并对其做了详尽的解释，是迄今为止同类书中案例最多、分析最为透彻深入的一本。

此书旨在教会您巴菲特那套独特超凡的企业前景投资体系，从基本概念到数学方程，这些都能帮助投资者对感兴趣的公司做出投资决定。

沃伦·巴菲特本人并没有参与此书的创作，我敢肯定他也未曾想到，不是别人，而正是他的儿媳妇会写这样一本书。20 世纪 70 年代，我还是一个女企业家，成功地经营着一家音像出版公司和一家进出口公司。直到 1981 年，在经历了一场浪漫的求婚之后，我嫁给了沃伦·巴菲特的儿子彼得，跃身为世界首富家庭成员中的一分子。

名作家 F·斯科特·菲茨杰拉德（F. Scott Fitzgerald）曾写道，“富豪与你我之间差异巨大”。他说得没错，不过巴菲特一家的不同之处却体现在一种最奇特的方式上，他们要求所有的亲戚和朋友都三缄其口。我嫁给彼得的时候，他们曾不止一次要求我，叫我不要对任何外人说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起有关巴菲特以及他的投资运作。当然，更不用说写这本书了。

然而，我和彼得于1993年离婚了，为此我哭得撕心裂肺。不久以后，有一大群文稿代理人对我“穷追不舍”，他们都力劝我写本揭密巴菲特及其家人私生活的书。有关巴菲特的私生活，外界了解很少，因此他们出价不菲。我承认，在离婚后的心态影响下，那的确具有很强的诱惑力，但最终我还是拒绝了他们。

我一直都认为，大家真正感兴趣的，是巴菲特如何在股市中将105 000美元的初始资本累积到200多亿美元巨额财富。而我恰恰能够揭开巴菲特那层神秘的面纱，这就是我写这本书的缘由。

决定出书之后，我联系了戴维·克拉克（David Clark）。他是一位投资分析专家，也是巴菲特家族在奥马哈多年的挚友。16年前，我在巴菲特的家里第一次遇见他。戴维曾经建议彼得写一本关于他父亲投资方法的书。（我知道很多人以为，巴菲特的后代对他那套投资体系全然不知或者仅仅懂一点皮毛。其实不然。从他们呱呱坠地那一刻开始，到他们的整个青少年期，巴菲特都把部分投资运作的工作拿回家里做。尽管他的大儿子霍华德和二女儿苏茜可能比彼得更精通于此，但是他们三人都十分清楚巴菲特是如何玩转投资魔术的。）

我问戴维他是否愿意协助我写这本有关巴菲特企业前景投资理念的书。要知道，无论是在巴菲特活跃的圈内还是圈外，很多人都认为戴维是巴菲特投资术运用者中最有天赋的一位年轻人。并且，他也称得上是一个金融史学专家。就定性方面来说，我认为自己也能够将巴菲特的企业前景投资法很清楚而又准确地描述出来，尽管如此，我仍然需要一位类似戴维这样才华横溢的人从定量方面来做更详尽的解释。幸运的是，戴维同意了我的请求，并很快成为本书在投资技术方面主要的最后定稿人。

巴菲特在传授投资哲学这方面的兴趣总是时有时无。在我婚后的头几年，每次过圣诞节的时候，他都会甩给自己的孩子以及他们的配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偶每人一个装有10 000美元的信封作为节日礼物。他就像一个快乐无比的圣诞老人，而且还是个坐拥亿万财富的圣诞老人，他一边分发信封一边笑着说“圣诞快乐”，而我们每个收到礼物的人都感到幸福万分。他认为我们都应该对家族事业产生浓厚兴趣，于是他让我们把这10 000美元换成价值10 000美元的股票，将这笔钱投在他近期所投资过的那些公司上。像资本城（Capital Cities）、可口可乐美国信托（Americus Trust for CocaCola，一种持有可口可乐公司股票、可公开交易的信托，如今已不复存在）、房地美（Freddie Mac）、服务大师（Service Master）这样的大公司，都在我的“圣诞股票”名单之列。

我们很快发现，正如圣诞节一样，新购入的股票会带给我们更多的惊喜——无一例外，这些股票的价格都会疯涨。它们的确是不断增值的圣诞礼物。后来，这些礼物被我们看成是股票内部消息，而每当圣诞节来临之际，我们都会迫不及待地等待它们的出现。

然而，这不仅仅是圣诞礼物或者股票消息，巴菲特是想通过这种方式让我们关注这些上市公司。杰出的投资家、巴菲特的多年知己沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）曾说过，只有当你持有公司股票的时候，你才会真正了解这家公司。的确如此。每当我们收到圣诞礼物之后，邮箱里就开始出现年报和股息支票，而《华尔街日报》也成了我们日常生活中的必备品。于是，我们也开始认真关注起这些出色的公司所带来的切身利益。

据我了解，他毫不在意华尔街的玩笑话。他不怎么关心道琼斯工业平均指数的走势，对那些所谓的预言者以及他们的预测也不屑一顾。事实上，他根本就当整个股市不存在。他从来不看图表之类的东西，即使有人想试着透露点小道消息，他常常也不会让对方说出来。至于有效市场理论，更是他喜欢攻击的对象，在巴菲特看来，这简直就是一堆垃圾。他似乎只关心他有兴趣投资的公司本身的经营情况。说到底，巴菲特总是一个焦点人物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如其他成功运用巴菲特法则的实践者一样，我开始认真阅读伯克希尔-哈撒韦公司的年报以及巴菲特写给合伙人的信件原稿。所有这些都令人着迷。我也有幸多次亲临巴菲特在斯坦福大学给商学专业研究生作的讲座。而彼得和我就坐在教室的后排给父亲摄像，以留给家族子孙一些纪念。

最后，我还细读了本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的两本书：《聪明的投资者》和《证券分析》。这两部著作充分体现出格雷厄姆广博的学识和深邃的洞察力，他似乎比巴菲特本人都站得更高，看得更远。他提出了企业前景投资概念，而这就是巴菲特投资哲学的奠基石。

就在这段时间，巴菲特开始表现出为子孙们传授投资经验的兴趣。我总是记得那天，我两个 8 岁的双胞胎女儿蜷坐在沙发上，手捧着《华尔街日报》。她们刚刚拜访完祖父，从奥马哈回来。我迫不及待地想问问孩子们的感想，而她们的表现让我感到欣喜万分。我开玩笑地问她们有什么投资想法，她们抬起头回答说，“必百瑞公司（Pillsbury）”，接着一口气说出了一大堆必百瑞旗下的消费垄断企业，而这些都是巴菲特教的。对于她们来说，最具有吸引力的还是汉堡王（Burger King）以及哈根达斯（Häagen-Dazs）冰激凌。就像巴菲特所说的，要投资在你了解其产品的公司上。［几年以后，必百瑞公司被大都会公司（Grand Metropolitan）收购，收购价是我的女儿们推荐这家公司时股价的两倍。］

不仅如此，在我看来，巴菲特也算得上是一个收藏家。与其他一些超级富豪不同，巴菲特没有收藏名贵画作、富丽堂皇的豪宅、上百万美元的游艇或是其他什么物品来充实自己的生活，他收藏的是超凡卓越的生意经。巴菲特花费了生命的大部分时间探索出一种独特的企业前景投资理念，他称之为消费垄断，在后面我们会进行详细的讨论。

我发现，正如任何一个久经世事的收藏家一样，在对这些企业进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行投资时，他对支付价格显得十分谨慎。事实上，价格就是决定他买与不买的关键因素。我并不是在探讨他的支付能力。这是前提条件。他只是在寻找合适的买卖。巴菲特首先确定他想投资的对象，然后再根据股票价格决定是否购买。

很明显，这里有两个需要思考的问题：要买什么？以什么价格购买？这就是本书所讲述的内容——巴菲特是如何选择投资对象的，什么价格才是他愿意支付的价格。这些问题听起来很简单，不是吗？但可以说，这既简单也不简单。

如果你喜欢投资，我想你会发现这本书颇具魅力，并能从中获益。戴维和我写这本书时，是想让读者先从基本的概念入手，然后再进入更详细的讨论。前半部分是对数学方程式的定性描述，包含了通常的投资理论，以帮助你决定投资哪一类公司。后半部分是定量分析，几乎全是数学，你可以从中学到如何决定支付价格。这两部分都是理解巴菲特投资哲学的关键。我们认为，通过学习此书，你可以受到极大的启发，因为其中包含了许多前所未有的内容。

我们为你列出了五十四家巴菲特曾经投资过的公司，我们也坚信这些公司对于巴菲特来说仍然具有相当的魅力。这些公司中，绝大部分是巴菲特首次发掘的。但是，还是要给你一句忠告。不要掉进一个怪圈，简单地认为只要是巴菲特想投资的公司，你就可以买它的股票，而不管是在什么价位上。不要着急，我们随后会教你如何决定合适的买价。

此外，我们在书中还使用了 BA－35 太阳能财务计算器。25 年前，这些发明还没有出现。但多亏了德州仪器公司（Texas Instruments），让普通人也能踏进那片曾经专属于华尔街分析师的领地。

在设计此书的风格方面，我们力求通俗易懂，以便让大家在各种场合都能阅读此书：在暖阳下，在候机场，在火车上，在等着接孩子放学的时候，或者在家人就寝之后。因此，本书的各章节都比较精练。同时，我们还十分注重教学技巧，那些关键的基本概念会反复地出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本书中。所以，如果你停了一两个星期的时间没有翻阅此书，那就请毫不犹豫地拿起它，从你上次停顿的地方继续畅游。

我希望在将来能够看到你真正理解了沃伦·巴菲特那套独特的投资技术。正如本杰明·格雷厄姆卓越的观点：当投资变得像经营企业一样时，那就是最明智的投资。读完此书之后，你将成为与巴菲特一样有智慧的投资者！

玛丽·巴菲特

于洛杉矶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

如何使用本书

愚笨和规则是沃伦·巴菲特投资理念的关键元素——他人的愚笨和巴菲特的规则。仅当从企业前景角度看投资具有价值时，巴菲特才会进行投资。正是企业前景投资带给他规则去利用股票市场的愚笨。企业前景投资是本书的主题。

这一企业前景投资规则使得巴菲特成为全球第二大富商。净资产超过 200 亿美元的他，是唯一一个通过投资股票市场跻身福布斯全美最富前 400 排行榜的亿万富翁。在过去三四十年中，他的投资组合平均年复利收益率高达 23.8%。

作为普通人，我们容易受从众心态的影响，因此常常在情绪起伏中成为牺牲品。大众情绪推动了股市，却将利润让给了那些遵守规则的人，比如巴菲特。当道琼斯工业平均指数降至 508 点，所有人都纷纷逃离之时，正是企业前景投资给巴菲特带来信心，让他踏入了被我们称为充满恐惧和贪欲陷阱的股市，并开始买卖股票。当股市飙升至最高点时，也正是企业前景投资规则使得巴菲特没有愚蠢地将资本配置到风险投资当中——这种风险投资不可能给他带来丰厚的投资收益。

本书只是从企业前景的角度讲述投资规则。我们将一起探索这个投资理念的起源和演变，并深入研究巴菲特的良师——本杰明·格雷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厄姆的早期著作及20世纪其他金融大师的思想精髓，将之融会贯通，并揭示巴菲特法则的实质。

巴菲特将他的财富投资于很多不同类型的企业。他偏好100%持有那些经济动力强、管理有效的企业的所有权。当他无法做到时，他的下一个选择是，对同样是经济动力强、管理有效的公司普通股进行长期投资。那些试图解释巴菲特投资理念的人们往往会感到困惑，因为他也会投资于长期、中期以及短期收益股票。不仅如此，他还是套利领域的大玩家。

他所投资的企业特性会随投资性质而不同。他以套利为目的而投资的企业类型与他长期投资的企业类型可能会有差异。但是，不论是企业类型还是投资性质，巴菲特总是使用企业前景投资的基本原则作为决策基础。

大多数人都具有理解巴菲特企业前景投资理念的智商和能力，然而，几乎没人愿意专门投身于学习他这门投资技巧。本书的目的就是要逐步揭示巴菲特法则及其应用方法，是一本促进学习的工具书。教会大家巴菲特法则是我们的意图，这样你就可以在学到这些技巧后自己进行实战操作了。

在开始之前，我想介绍一些此书中将会用到的基本概念和专业术语，并告诉大家在浩瀚的金融海洋中，我们将驶向何方。

我们先来看一个术语——“内在价值”。其定义在过去100年里一直有争议。我们用得到它，因为仅当企业的出售价格能体现其内在价值时，巴菲特才会买入。

确定企业的内在价值是解密巴菲特投资理念的关键。对巴菲特来说，一项投资的内在价值就是投资将产生的预期年复利收益率。

巴菲特使用预期年复利收益率来决定投资是否具有商业价值。巴菲特所要做的是预期企业的未来价值，比方说10年以后的价值；然后他会比较支付价格与企业预期未来价值，以及实现预期价值所需要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间。在后面的章节中，我们将通过一个方程式来展示巴菲特如何预期投资将产生的年复利收益率。巴菲特用预期年复利收益率来比较不同的投资，以确定它们是否具有商业价值。

举一个最简单的例子：如果巴菲特以 10 美元的价格买入 X 公司股票，并预期该股票 10 年后的价值为 50 美元，他随即可算出 10 年期的预期年复利收益率大约为 17.46%，然后他会对比其他投资，以确定对 X 公司的投资是否具有商业价值。

你可能会问：如果巴菲特的内在价值模式要求对企业未来价值进行预测，那么他是如何确定未来价值的呢？

我的朋友们，这就是解开巴菲特投资理念之谜的症结所在。我们如何确定企业的未来收益来预测其未来价值，从而得到其内在价值呢？这个难题以及巴菲特的解决方法将是本书的焦点。

简而言之，巴菲特十分重视未来收益的可预见性；他相信，如果没有对未来收益进行预测，那么任何关于未来价值的计算都仅仅是投机，而投机是很愚笨的行为。

巴菲特仅对未来收益可预见且非常确定的企业进行长期投资。未来收益的确定性消除了方程式中的风险因素，并且使企业的未来价值变得更加确定。

现在我们已经知道，巴菲特喜欢投资于预期收益比较确定的企业，下一步，我们将学习他如何运用数学计算来确定企业的内在价值以及他的投资收益。商业企业的性质以及是否以能够产生充足回报的价格买进，将决定投资的价值，我们可以据此判断是否可以进行企业前景投资。

如果让我概括巴菲特进行企业前景投资的成功秘诀，我会总结出以下几点：

1. 巴菲特仅对未来收益可合理预测的公司进行长期投资（大家已经知道这一点）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 巴菲特发现，收益能被合理预测的企业通常具有强劲的经济动力，这使得企业获利丰厚，有能力收购新企业或提高获利能力。

3. 这些优质企业通常具有高股东权益回报率、丰厚的盈利、巴菲特所谓的“消费垄断力量”，并且在有效的管理中重视股东经济利益。

4. 你为一只股票支付的价格将决定你的投资期望收益。价格越低，收益越多；价格越高，收益越少。（我们在第 7 章将详细探讨这一点。）

5. 与其他投资专家不同，巴菲特首先选定他想要投资的企业，然后等到合适的价位，也就是能到达预期收益率水平时再买进。（这就像巴菲特在上高中时认识了一个心仪的女孩，却一直等到女孩和男朋友分手后才开始追求一样。）

6. 巴菲特曾指出，以合理价格长期投资一个经济动力强的优质企业，年复利收益率将达到 15% 或者更高。巴菲特如何确定适宜投资的企业以及合适的买价是全书所要讨论的内容。

7. 最后一点，但不是最重要的一点，巴菲特发现，可以利用自己的投资专长，通过管理别人的资金来赚钱。为此，他开创了投资合伙企业，后来又成立了保险公司。

我将把我所了解的巴菲特法则教给大家，倘若我叙述得足够详尽，阅完本书之后，你将会理解巴菲特的企业前景投资技巧。不过最重要的是，我将揭秘如何让你的投资达到 15% 或者更高的年复利收益率。

我知道，你们当中许多人都以为，要发财致富就必须夜以继日地赚钱。事实并非如此，你只需长期保持平均水准以上的年收益率就可以成为富翁。就像巴菲特那样。

我还将告诉你如何投资合伙企业，这是真正创造财富的路径之一，也是巴菲特所使用的一种重要技巧。简而言之，我希望带领你从基本概念开始一直走向财富之路。现在，开始我们的课程吧，让我们在巴菲特法则的世界中探索和学习！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 巴菲特的根

晚年的本杰明·格雷厄姆是华尔街投资界德高望重的长者，他的《证券分析》专著已出版过四个版本（麦克劳·希尔出版公司，1934 年、1940 年、1951 年和 1962 年）。巴菲特在哥伦比亚大学时，他是巴菲特的教授；巴菲特在纽约格雷厄姆－纽曼（Graham-Newman）投资公司时，他又是巴菲特的老板。格雷厄姆和巴菲特亦师亦友长达 30 年。正是格雷厄姆教导巴菲特："当投资变得像经营企业一样时，那就是最明智的投资。"如果要找一个巴菲特奉为圭臬，并促使他取得成功的信条，那么格雷厄姆灌输给他的概念就是。根据此概念框架，巴菲特建造了属于他的整个金融帝国。

巴菲特通往财富之路始于 1957 年，当时他的朋友和家人向他的投资有限合伙公司投资了 10.5 万美元，后来，巴菲特的财富超过了 200 亿美元。如果没有格雷厄姆的"企业前景投资"这一原则指引，巴菲特作为投资者的表现可能只是平平。得益于这一原则，他创造了当代历史最伟大的财富神话之一。

不论是身为自己控股的上市公司伯克希尔－哈撒韦公司的首席执行官，还是在偶尔的大学演讲中，巴菲特都极力推崇这一投资理念，但迄今为止，投资业界及公众对其微妙之处依然困惑不解。大家可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会认为，投资专业人士一定会将巴菲特作为一个重要案例进行研究和分析，并剖析其理念。但是投资专家及学术同僚似乎更喜欢将他标榜为一个卓越不凡的神秘人物，而把他的真才实学说成是投资天分。

几乎没人意识到，巴菲特首先是一个思想家、哲学家，这是最关键的一点。他的专业领域是企业界。他融汇了最优秀的投资理念和企业理念，强调商业和资本，并在这些传统课程基础上开发出一种全新的方法。他的投资方法在很多方面都与华尔街的传统方法背道而驰。

当我们剖析巴菲特的投资理念时，你将看到他吸取了许多投资大师的思想精髓：

- 本杰明·格雷厄姆：从他这里，巴菲特获取了“企业前景投资”概念，并强调价格是选择投资的主要动因。
- 菲利普·费雪（Philip Fisher）：加利福尼亚具有传奇色彩的基金经理和作家。从他这里，巴菲特获得了“只有经济动力强的优质企业值得投资”的思想，以及“永远不要出售优质企业”的理论。
- 劳伦斯·N·彭博（Lawrence N. Bloomberg）：20 世纪 30 年代的思想家及作家。他向格雷厄姆和巴菲特传授了“消费垄断型企业具有更高投资价值”的思想（格雷厄姆在其 1951 年版《证券分析》中引用了彭博的思想）。
- 约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）：20 世纪 30 年代的数学家、金融哲学家及《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）的作者（哈佛大学出版社，1938 年）。从他这里，格雷厄姆学到“企业价值与其未来收益相关”的观点。
- 约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）：英国著名经济学家和作家。从他这里，巴菲特学到了“集中投资组合”的概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念，并且强调“熟知一个领域就不要偏离它”。

- 埃德加·史密斯（Edgar Smith）：他写出了当时被大肆宣传而如今却被遗忘的《股票要长捂》（*Common Stocks As Long-Term Investments*）（麦克米兰出版公司，1924 年），他将“留存收益”的概念介绍给了格雷厄姆：留存收益会在一段时期内增加企业价值。
- 最重要的，查理·芒格（Charlie Munger）：法学家和财务经理。作为巴菲特的朋友和合伙人，他劝说巴菲特学习精算购买企业的支付价格，而不是仅仅寻求格雷厄姆式的议价。

这是一群折中派，他们的投资著作影响了证券投资思想将近 100 年。

格雷厄姆完全了解这些投资哲学，但巴菲特以非凡独特的才能将其融合为一个策略，这将胜过所有这些人的个人努力。巴菲特并不怕其他任何人发现他的成功秘诀，因为就像任何伟大的厨师一样，每当说起拿手菜的配方时，他总会省去一两样东西。

巴菲特是个极具才能和竞争意识的人。他永不忘本。他所主张的这些有关投资的伟大思想是非常宝贵的，应该看做是私人财产且加以保护。他只愿意同家人及圈内人士深入讨论其投资理念，而对于其他人，他只提供很少的建议——仅够引起大家的兴趣而已。他认为《证券分析》是投资书籍中最好的一部，但他却没有告诉你，格雷厄姆的思想如今已不是他唯一信奉的理念。格雷厄姆或许给巴菲特打下了基础，但他却不是建在这个地基上的房屋。

格雷厄姆给巴菲特奠定了基础，巴菲特在此基础上又继续前行，像所有天才一样进行借鉴和创造。如果说巴菲特是格雷厄姆，那就相当于在说奥本海默是爱因斯坦，或者说巴兰钦是戴亚基列夫。一个人或许会受其他人影响，但是实际上，他们是截然不同的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特并非是在一夜之间偶然成为投资天才的。他的航程始于格雷厄姆1934年版的《证券分析》，直至今日，仍在汲取各家金融思想。任何在高度竞争领域运用的策略均要求具备适应环境发展并可适时改变的能力。在20世纪三四十年代为格雷厄姆所用的思想到20世纪七八十年代已经为巴菲特所用了。

如以相对单纯的格雷厄姆式投资风格——比如投资组合经理人沃尔特·施洛斯（Walter Schloss，他曾跟随格雷厄姆一起研究和工作，后来和儿子在纽约成功地经营了一家投资合伙企业）的风格——同巴菲特当前的风格相比，很显然，这两者之间有着天壤之别。

施洛斯经营广泛且多样化的投资组合，常常持有超过100种不同的股票。他将价格作为决定买入的主要因素。施洛斯实践着传统的格雷厄姆理念，他寻求股价低于其内在价值的股票，然后卖出任何达到其内在价值的投资。当他卖出股票时，往往是在企业最辉煌的时候，他同时也上缴了不少税额。

与之相反，巴菲特的投资组合要集中得多，在做出买入决定时，企业的经济状况与价格对他而言具有相同的分量。巴菲特还乐于永远持有一只股票，只要公司的经济状况不亚于买入时的情况。这确保他将从留存收益的复利作用中受益，同时还能避免因出售股票获利而被征税。

尽管单纯的格雷厄姆理念在投资界仍具有利基，但其最大的价值在于，它是学习投资方法的基础。格雷厄姆的《证券分析》不仅仅是一本关于投资的论文集，它还是证券投资技术发展的历史见证。在1934~1962年之间，格雷厄姆写了四个版本的《证券分析》，每一本都揭示并分析了证券分析的新旧方法，并被沿用至今。

一个人要么从经验中学习，要么向有经验的人学习。这就是格雷厄姆所提供给我们的。在为格雷厄姆工作时，巴菲特发誓在他拜读格雷厄姆著作达十二遍之前，不做任何投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直至今日，巴菲特还在书桌上摆放着这些著作的全部版本，他仍然可以从中发现以前没有发现的细微之处。如同圣经一样，实战经验加深了每次阅读《证券分析》的意义，火花般的启示一个接一个地出现。

前人栽树后人乘凉，格雷厄姆就是那个种树人，其他人不仅可以乘凉，还能收获到累累硕果。这样，我们学习巴菲特法则却始于格雷厄姆理念的做法就显得合情合理了，因为它是巴菲特思想的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

企业前景投资

企业前景投资将是你在本书中学到的最具挑战性的概念。这并不是因为它要求多么高深的财会知识，而是因为它同华尔街那些大型投资公司所倡导的主流思想截然不同。

通读全书之后，你会发现企业前景投资更多关注的是规律而非法则，一旦了解了这个概念，就需要你全情付出。如果有所偏离，你将徘徊在金融“月色”中，永远与愚笨为伍，唤起恐惧和贪欲。

信奉它的智慧，其他人的愚蠢就会成为你收获的田野。也就是说，只有当企业前景投资具有商业价值时，其他人由于恐惧和贪欲所导致的愚笨才会给你带来收益——利用他们犯错误的机会，遵守规律，你就能收获投资硕果。

但要注意：它并不是一个包罗万象、所有人在任何情况下都可以遵循的规律。就像格雷厄姆对债券选择所做的评价，它是一门“逆向艺术”。此规律告诉投资者不要买什么，同时也告诉他们应该买什么。

你会发现，几乎所有与企业前景投资相关的理念都与华尔街传统思想背道而驰。

- 你将看到，最佳买进机会是在市场下跌而不是上涨之时，这样你就可以从上市公司买到你想要拥有的部分股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 你将接受商业化思想的智慧，意识到世界上最愚蠢的想法就是以为股价在下个星期就会涨。
- 你可能会改变主意，不再选择购买在未来 6 个月股价有望上涨 25% 的股票，而是参与企业部分投资——你预期它将在 5 ~ 10 年内为你创造 15% 或者更高的年复利收益率。
- 你会了解到，分散投资是一种保护措施，它可以避免由于选错投资对象而遭受惨重损失，但它并不是一种投资技能。
- 从超市购物之中，你将得到伟大的投资启示。
- 你会发现，盲目乐观的人和你的股票经纪人可能都十分看好未来的股市走势，但是他们都不具备非凡的金融才智。
- 你会知道，每股1 500美元可能很便宜，而股价为每股 2 美元的股票也许非常昂贵。
- 你将开始把股票看做是债券：其利率是变化的。

此外，你还将意识到，虽然巴菲特坚持格雷厄姆的理念基础，但早已不再是他的信徒。巴菲特正在追寻价值，但不是在格雷厄姆的模式或者框架之下。

首先让我们回顾历史，看看巴菲特投资方法的变革过程。我们将回到 20 世纪初，去寻找巴菲特策略的根源。我们将探讨那个时代的金融理念及其对格雷厄姆的影响，以及格雷厄姆又对巴菲特产生的影响。我们将了解巴菲特思想的演变过程，他从中获得的不仅仅是成败经验，还有两名最伟大的现代金融思想家所赋予的智慧——他们是菲利普·费雪和查理·芒格。

我们将看到巴菲特从何处突破了格雷厄姆的理念。就像诗人赖内·马利亚·里尔克所说的“透明之火”，巴菲特法则的诞生，是根植于格雷厄姆的原始理念：当投资变得像经营企业一样时，那就是最明智的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章 什么是企业化投资

“当投资变得像经营企业一样时，那就是最明智的投资”，这句话的含义是什么？它指的是，一个人不要只是思考股市本身的问题，而是应该思考自己拥有这些上市公司普通股票时所面临的经济问题。

什么意思？你的股票经纪人打电话跟你说，他觉得某只股票现在是买入的时候，上个星期它就上涨了 3 个点！请停止这种操作方式。普通股是企业所有者权益中的一部分。没错，这其实就是在经营一个企业。你的股票经纪人试图将你引诱至赛马般的狂热之中，在每天早上的《华尔街日报》中寻找黑马股。但事实上，普通股代表的是企业股东权益。正是格雷厄姆教导巴菲特，不要去问：（a）要买什么股票，（b）以什么价格购买，而应该问：（a）买哪个企业的股票，（b）计划投资多长时间。这样，看问题的角度就更加企业化了。

巴菲特的主要思想是在价格具有商业价值时买入优质企业。怎样才具有商业价值呢？在巴菲特看来，具有商业价值是指投资能带给你最大的预期年复利收益率和最小的风险。巴菲特在这方面之所以比其他投资经理更胜一筹，原因在于他把自己看成是公司所有者，进行的是长期投资，而不像华尔街其他投资专家，关注的是短期投资。

不妨这样想。如果我想把当地临街的零售药店卖给你，你会翻看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账本以确定这笔生意可以赚多少钱。你觉得可以盈利的话，接下来会估计盈利将是持续的还是反复无常的。倘若你确定该店的获利能力是持续的，你还会问自己这会不会出现显著变化。如果答案为否，你就会问这个店卖多少钱。

在你了解价钱之后，你还会将售价和药店的年收益做对比，并确定你的收益多少。10 万美元的售价和 2 万美元的年收益将带给你 20% 的投资年收益率（20 000美元 ÷ 100 000美元 = 20%）。

在了解预期收益率后，你可以多跑几家商店，看看 20% 的收益率算不算是一项好的投资。如果收益率看上去非常有吸引力，那你才会决定购买。

这就是巴菲特的决策过程。在决定是购买整个公司还是只购买一部分时，他会问自己：这个公司预期能盈利多少，售价如何？这些问题的答案可帮助他做投资比较。

华尔街的先贤们却不会这样操作。巴菲特和药店买主都期望持有这家公司，以便赚取巨额利润。比如说，年收益率为 15%，15 年后将会有不错的盈利。

与巴菲特不同，华尔街人士从短期角度观察企业。他们希望速战速决。本年度 20% 的收益率可能不足以引起前十佳投资经理人的丝毫兴趣。在投资管理游戏中，连续几个季度绩效不佳的投资经理人就会在游戏中出局。所以今天远比明天重要。

若药店真是收益高的好买卖，你因此而买下它，那如果别人愿意出比你买价还高出 35% 的价格，你会不会把它卖掉呢？这么快就可以盈利 35%？华尔街人士会为此心动，巴菲特却不会。他会说 20% 的预期收益是一笔难得的好买卖。盈利 35% 固然容易，但很快会被美国国税局拿走一部分，而自己的收益就只剩 25% 了。更何况，如果将其兑现进行再投资，你很可能会投资到收益率更低的标的上。

巴菲特同任何优秀商人一样，喜欢持有好的公司。对他来说，长期持有生产力强的合适的公司通常比华尔街人士所提倡的短期套利更具价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章
巴菲特的收益观点

为理解巴菲特的企业前景投资这一观点，你首先必须理解巴菲特在企业收益方面有着与众不同的见解。

- 他觉得企业收益中对应他的所有权所占比例的那部分应该归他所有。所以，如果一家公司每股收益 5 美元，而巴菲特持有这家公司 100 股股票，那么按照他的观点，他就赚了 500 美元（5 美元 × 100 = 500 美元）。
- 同时，巴菲特还认为企业可以选择支付他 500 美元股息或者保留这些收益进行再投资，这样，公司的潜在价值就会得到提升。巴菲特相信经过一段时期以后，公司潜在价值的增长会促使股价上涨。

巴菲特与大多数华尔街专家所持的观点不尽相同，除非收益通过股息支付到他们手中，否则这些华尔街专家们并不认为自己已经取得了收益。在 20 世纪 80 年代初期，巴菲特的控股公司伯克希尔 - 哈撒韦公司股价为每股 500 美元，后来该股票价格涨到大约每股45 000美元，即使这样巴菲特也还是没有要求支付股息。股票市场股价的上涨来自企业潜在价值的增长，也源于巴菲特对伯克希尔留存收益所进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的有利可图的再投资。（请注意：伯克希尔－哈撒韦公司有两类股票，A 类和 B 类。本书中所引用的所有伯克希尔－哈撒韦公司的例子均指 A 类。）

- 巴菲特相信，如果一个企业可以利用投资者的未分配利润从事比股息收益率更有利可图的投资活动，这些未分配利润就应该保留在企业中。巴菲特还认为，因为股息要缴纳个人所得税，所以如果让企业保留未分配利润的话，投资者还可以享受税收优惠。

华尔街长期以来一直对企业保留盈利而不支付股息有偏见。这个偏见起源于 20 世纪早期，那时大多数人购买债券而不是股票。人们觉得债券更为合适，因为债券以企业资产为保障，这就意味着，如果企业破产，债券持有人将对公司的资产享有优先索取权。债券每季度支付给投资者利息，因此如果利息支票没有寄到的话，投资者就相当于收到这样一个信号：公司可能有麻烦了。

在那个时代，普通股票对金融外行来说是非常危险的，因为缺乏会计规则；大部分企业所有者和管理人员都有相当大的余地可以随意曲解投资文本。（本杰明·格雷厄姆在 1934 年版的《证券分析》中用了大量篇幅说明证券分析师是如何发现会计欺诈和这些连续投机式的诡计的。但是，格雷厄姆在后来的版本中指出，1940 年美国证券交易委员会的创立遏制了这种滥用行为，极大地改善了普通股票的投资状况，于是全新的普通股票投资时代诞生了。）

但是，纵使普通股票的投资状况大有改善，人们仍然持有偏见，而希望收到邮寄来的股息支票。无论是购买债券还是普通股票，华尔街及其跟随者们仍会对那些不支付股息的企业敬而远之，因为他们觉得不支付股息是公司疲软的标志。

迄今为止，一些证券分析师仍会将更高的价值分配给支付股息的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业而非不支付股息的企业，这已经是再平常不过的事了。即便保留所有收益的是一个再好不过的企业，这种状况也仍然存在。（这种奇怪的偏见正是20世纪80年代早期巴菲特的控股公司——伯克希尔-哈撒韦公司只能按账面价值或者低于账面价值交易的原因之一。）

众所周知，对于巴菲特来说，普通股票永远代表对企业潜在的所有权，所有权意味着公司的收益是属于你——投资者的。企业的投资者/所有者通过选举的董事会可以指示管理层，是通过股息支付利润，还是将留存收益用于企业业务进一步发展和扩大。

这种安排很大程度上将重点放在了企业管理层的完善上，看其是否能为企业股东提供最好的服务。不诚信的管理层常常操纵董事会，使其变成只满足管理层一己私欲的工具，结果只是实现了管理层的致富，股东却得不到什么财务利益。

- 巴菲特做投资决策时，就非常看重公司管理层的品质。确定公司管理层品质的方法之一，是看他们都用公司的利润做了些什么。是支付股息还是保留了未分配利润？如果他们保留了未分配利润，那么这些利润是被用于有利可图的投资，还是被管理层浪费在建造其庞大帝国的梦想上了？
- 巴菲特相信，管理层是否支付股息，取决于投资者/所有者是否认为将资产从这个企业转移到另一个企业会更有利于自己的投资。例如，比如说A公司有一笔大生意可以赚很多钱。现在，如果管理层能够利用这笔大生意的利润更好地获利，那么让管理层继续其方针并且增加公司财富就是有意义的。可是，如果管理层将公司利润用于愚蠢的投资决策而最终亏损的话，那么股东最好从公司取出利润，用于自己的投资。

通过伯克希尔-哈撒韦公司，巴菲特成功地用留存收益实现了大约23%的税后年复利收益率。这意味着伯克希尔-哈撒韦公司未分配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的每 1 美元都将产生每年 23% 的收益。如果伯克希尔 - 哈撒韦公司选择向所有者支付这 23% 的话，所有者就要按个人所得税率纳税，这样收益就降低至大约 15.9% 了。另外，股息支付使得利润到了投资者手中，这样一来，投资者就要考虑用这些资本进行新的投资，新的难题同样给投资者带来了负担。

问题在于，对于伯克希尔 - 哈撒韦公司的投资者/所有者而言，他们是希望拿到公司分配的股息收益，还是希望伯克希尔 - 哈撒韦公司保留他们的未分配利润，并且继续进行再投资呢？如果伯克希尔 - 哈撒韦公司保留了投资者的未分配利润，那么投资者就可以指望这些留存收益赚到 23% 的年收益率。按照巴菲特的理论，伯克希尔 - 哈撒韦公司的潜在价值也将增长 23%，经过一段时间以后，就会导致伯克希尔 - 哈撒韦公司股票价格上涨，从而使得股东/所有者又能从中受益。

遵循这种思维路线，巴菲特得出如下结论：普通股票与债券有着相似之处，其收益率是可变的，这取决于具体某一年的收益。巴菲特意识到，有些普通股票具有潜在商业性，可以创造足够稳固的收益，使他能够预测其未来收益率。

在巴菲特的世界里，普通股票拥有债券的特性，可用应支付利息作为企业的净收益。巴菲特用公司的每股净收益除以他的买价，以计算出收益率。举个例子，公司股票每股要价 10 美元，每股净收益 2 美元，相当于收益率为 20%。不过要明白，这种计算完全依赖于对公司收益的可预见性。

在现实生活中，如果你想要买入一个当地企业，你肯定想要知道它每年能赚多少钱，又能卖多少钱。用这两个数字，你就可以计算出未来投资的年收益率：你只需简单地用企业的年收益除以其要价。巴菲特用这种分析方法决定是买入整个公司还是公司的一部分。支付价格决定巴菲特的收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 支付价格决定收益率

支付价格决定你的收益率。这是你应该永远挂在脖子上的一把钥匙，也是巴菲特唯一视之为根本的格雷厄姆原则。

在我深入讲解价格和收益率这一主题之前，我必须提醒您，为了便于说明，我将简化一些内容。我知道很多读者都具有一定的金融领域经验，在某些问题上可能会和我产生激烈辩论。对于这类读者，我要说的是，在本书后面的内容中，我将对细节内容做逐一说明。但是现在，我必须回顾一下基本概念，这样每位读者都可以很容易地领会后面章节的内容，而无须去查阅会计学课本。

那么，就让我们用一个非常简单的假设案例来开始我们的学习。（你们这类有经验的读者也应该注意下列内容，因为一些基本原则与华尔街传统人士所宣扬的内容截然相反。）

我们首先来问一个简单的问题：如果我愿意卖给你一份认股权，使你可以在年末收到1 100美元，那么你在第一天最多愿意付给我多少钱来购买这份认股权？

如果你付给我1 100美元，而我在年末又偿付给你1 100美元，那么你在这一年的投资收益将为零。

但是，如果你付给我1 000美元来购买这份在年末可以收到1 100美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的认股权，你的收益就是比你付给我的1 000美元多出来的那 100 美元，这样你在本年的投资收益率就是 10%。

现在，你的下一个问题是：同其他收益率相比，10% 的收益率是不是一个好的收益率。要确定这一点，你需要到各处多了解一些情况。你可能会得知，如果你愿意储蓄的话，当地银行将会付给你每年 7% 的利息。这就意味着，如果你将1 000美元借给银行 1 年，银行将在年末返还给你1 070美元，相当于 70 美元的利息，或者说 7% 的收益率。显然，我提供给你的 10% 的收益率要优于银行 7% 的收益率。

如果你到处寻找不同的投资，仍然觉得 10% 的收益率高于其他投资的收益率，你就可以得出结论：相对而言，我提供给你的是一笔好生意。

接下来，回答你的问题——你今天最多愿意付给我多少钱来购买可以 1 年内收到1 100美元的认股权？——如果对于你的投资你希望得到至少 10% 的收益率，你最多愿意付给我1 000美元。如果你付得更多——比如说，1 050美元——你的利润就将减少 50 美元，你的收益率同时也会降低（50 美元 ÷ 1 050美元 = 4.7%）。如果你付得更少——比如说，950 美元——你的利润将是 150 美元，收益率也会提高（150 美元 ÷ 950 美元 = 15.7%）。价格越高，收益率越低。价格越低，收益率越高。多付少得，少付多得。

金融分析师使用一种被称做折成现值的数学方程式来解决这类问题。这种方程式允许他们代入未来价值（如本例）、要求利率及时限，来计算出现值。使用这个方程式是非常费时的，往往要进行一连串的计算和使用很多表格。要全面了解其用途，你必须要学习金融或者商业数学的大学课程。

所幸的是，如上所述，德州仪器公司的成员们将这个方程式编入了 BA - 35 太阳能计算器中，这样一来，你我仅需知道如何按下按钮就可以得出现值了。或者，如果我们希望的话，我们可以找出未来价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之和——在Y年中，增长率为X。如果我们知道：（1）现值；（2）未来价值；（3）投资持续时间，我们甚至可以算出投资的年复利收益率。预计投资的年复利收益率是了解巴菲特思想的关键，我推荐大家购买这种实用且价格合理的工具。沃尔玛有得卖，大部分办公用品店和大学书店也都可以买到。如果在附近的商店找不到，你可以直接拨打电话1-800-685-8800，到欧迪办公（Office Depot）进行订购。请注意：除此之外几乎没有其他金融计算器能够执行同样的计算。

（假如你感到犹豫的话，让我告诉你吧，就连华尔街分析师也早已不再动手来计算现值和未来价值了。今天他们同样在使用财务计算器。）

当评价一个企业值多少钱时，巴菲特会经历一个与我们刚刚讲过的部分极为相似的思想过程。他计算出每股年收益，将其看做他自己投资的收益。因此，如果一家公司每股赚5美元，又以每股25美元卖出的话，巴菲特就认为他的投资在这一年获得了20%的收益（5美元÷25美元=20%）。这5美元可以由公司按照股息分配，也可以由公司保留并用于维持或者扩大经营。

所以，如果你支付了每股40美元的价格，每年每股收益5美元，巴菲特就可以计算出你投资的年收益率为12.5%（5美元÷40美元=12.5%）。遵循这一思想路线，我们可以算出，每股10美元的价格以及每年每股5美元的收益就相当于50%的收益率（5美元÷10美元=50%）。你所支付的价格将决定收益率。

有一件事是显而易见的，如果你正考虑在一段时期内持有一只股票的话，收益强度和可预见性是一个重要的参照。如果你以每股25美元购买一只股票，并且在最近的1年中其每股收益为5美元（相当于20%的收益率），而下一年公司没有收益，那么你投资的年收益率就为零。

巴菲特想要的是其经济和管理可以创造合理可预见价值的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有这样，巴菲特才可能预见他投资的未来收益率和企业的投资价值。

不要着急，我们将在书中后面的内容中进行详细讲解。但是现在你必须掌握巴菲特思想的两大原理。

- 你所支付的价格将决定你正在进行的投资收益率。
- 为确定收益率，你必须合理地预见企业的未来收益。

当你使用巴菲特的分析体系时，你经常遇到的三个变量是：

1. 每股年收益
2. 可预见性
3. 证券的市场价格

市场价格越高，收益率就越低；市场价格越低，收益率就越高。如果已知证券的市场价格，那么每股收益越高，收益率越高。所有这些可能都对你非常有意义，也可能没有。让我们看一个实例，来了解这些变量是如何起作用的。

巴菲特的工作方法

1979 年，巴菲特开始购买通用食品公司（General Foods）的股票，他以平均每股 37 美元的价格购买了大约 400 万股。巴菲特看中的是公司丰厚的收益（上年度，也就是 1978 年，每股收益为 4.65 美元），并且这些收益的平均增长速度为 8.7%。

由于通用食品公司收益的平均年增长率为 8.7%，我们——就像巴菲特一样——可以预见公司收益将从 1978 年的每股 4.65 美元增至 1979 年的每股 5.05 美元（4.65 美元 × 1.087 = 5.05 美元）。这样，我们就可以预计 1979 年的收益将会是每股 5.05 美元。

因此，如果我们在 1979 年为通用食品公司每股支付 37 美元，那么我们在第一年将得到 13.6% 的初始收益率（5.05 美元 ÷ 37 美元 =

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.6%)。(请注意：1979 年通用食品公司实际每股收益为 5.12 美元，而我们的预计是 5.05 美元。)

如果利率——例如美国长期国库券（即后文所指的“政府债券”）的收益率——为 10% 左右，并且当时正在回收，那么相比之下，投资通用食品公司的 13.6% 的收益率看起来还是很不错的。

因为我们预计通用食品公司的每股收益还将继续以 8.7% 的速度增长，这样就可以说我们得到的初始收益率为 13.6%，而这一收益率将以每年 8.7% 的速度递增。

这样一来，你所拥有的通用食品公司股票的初始收益率为 13.6%，每年增长 8.7%，比起政府债券只支付每年 10% 的法定利率来说，这笔投资显然要好得多。如果你正在做一项基于实际业绩的缜密商业决策，那么对通用食品公司进行投资显然比投资政府债券要强得多。

现在，如果我们为买入通用食品公司需要支付更多钱的话——比如说，每股 67 美元——那么我们可以计算出我们的初始收益率变低了。在 1979 年每股收益 5.05 美元，成本为每股 67 美元，我们的投资初始收益率为 7.5%（5.05 美元 ÷ 67 美元 = 7.5%）。比起我们之前预计 37 美元的买价所得的 13.6% 的收益率，这个收益率就要低得多了。同样，7.5% 的收益率也远不如政府债券 10% 的收益率。在通用食品公司股票和政府债券之间的选择就变成了更加棘手的问题。

如果我们付的钱更少——比如说，每股 15 美元——那么我们可以算出我们的初始收益率将达到 33.6%（5.05 美元 ÷ 15 美元 = 33.6%）。少付多得。你所支付的价格决定了你的收益率。价格越低，你的收益率就越高。

价格决定一切。一旦有了报价，你就可以算出预期收益率，然后将其与其他收益率进行比较。这种比较非常简单。这就是巴菲特以能够快速做出商业决策著称的原因。他只是简单地计算一下他预期一项投资可以生成的年复利收益率，然后决定那是不是他正在寻找的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尾　声

巴菲特相信，由于通用食品公司能够为他赚取 13.6% 的初始收益率，此收益率每年将以 8.7% 的速度递增，经过一段时期，股市将会认可这一价值增长，并上调股价。从 1978 年到 1984 年，通用食品公司每股收益以平均每年 7% 的速度上涨，从每股 4.65 美元升至每股 6.96 美元。在这段时期，股市重新评估了股票的价格上涨，1984 年股价大约为每股 54 美元。

后来在 1985 年，菲利普·莫里斯公司（Philip Morris）看中通用食品公司众多品牌商品的价值，这些品牌商品是创造巨大收益且不断扩大收益的基础，因此菲利普·莫里斯以每股 120 美元的价格买下了巴菲特所持的全部通用食品公司的股票，收购了整个公司。这为巴菲特的投资带来了 21% 的税前年复利收益率。没错，21% 的税前年复利收益率。在任何书中，这都是一个很了不得的数字。

现在，我知道读者中一些精通巴菲特法则的人可能会认为我把事情说得过于简单了，我也的确这样做了。但是要是我将金融秘籍的精深奥妙和盘托出的话，我们中的一些人肯定会困惑不解，永远迷失其中。是的，巴菲特法则比我所说的要令人费解得多，其中有很多微妙之处，但是眼下，我们必须集中精力打好基础，夯实了基础，我们才能在上面修建房屋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 公司、股票、债券——实用说明

我发现很多人对债券或者公司普通股票的所有权等究竟代表什么完全没有概念。事实上，很多持有股票的人也很难解释清楚股份公司究竟是什么。倒不是说你肯定也在此列，只不过你永远不知道谁会看到这本书。所以我觉得对公司的组织形式及其历史进行一个简单回顾，在此是非常适合的。这些知识是巴菲特所感谢的东西，也将使所有投资者都从中受益。

早期资本的形成

商业开始的时间已经无迹可循了。早在人类文明能够留下书面记录之前，商业就已经存在了。现存最早的完整的商业记录是在巴比伦的黏土片上找到的。其中包括大商业家族的公文往来，还有寺庙财产的相关记录。记录显示，在巴比伦伟大的统治者汉谟拉比（大约公元前1792～前1750年）的统治下，财产可以抵押，贷款也可以进行——一切都是注明日期的资本：注明日期的葡萄酒、面粉、油、大麦，有时还有白银，用谷物和白银支付利息。

早期商业包括个人或者一群人构成的合作关系。腓尼基人（占有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

叙利亚和巴勒斯坦沿岸一带陆地的人）和希腊人给我们提供了一些商业合作形成的最早的例子。商人要想从事其所在城市或者国家以外的贸易，就会聚在一起形成一群商人，轮流租借资本，包船，将他们的商品运送到其他地区以交换其船籍港所需货物。油、无花果、蜂蜜、羊毛、大理石是早期商人交易的部分物品。

由于亚历山大的征服，希腊人大大受益于巨大的贸易机遇，其贸易范围从希腊一直延伸到印度。印度长期以来一直受益于纺织工业的发展，希腊商人看到了商机，并用他们的货物同印度商人进行贸易，从中获利。在那个时代，印度丝绸和棉布就成为了希腊富人和时髦人士的服装面料。一个希腊商人如果缺少足够的资本雇用自己的商队的话，他可以组织一群商业合伙人将资源结合到一起，雇用商队开始他们的印度贸易探险之旅。

作为一项规则，早期的商业组织形式都是合伙/合资性质的，因此在规模上受到了一定限制。他们合作的时间通常是整个旅程的时间，旅程结束，他们的合作也就结束了。

最早的公司雏形可以追溯至 15 世纪的威尼斯，威尼斯受益于其中东地区贸易中心的地位，非常富有和强大。其当年的辉煌今日仍可从沿着运河建造的宏伟建筑上看出来，那些由威尼斯商人和银行世家修建的王宫也在诉说着其旧日的骄傲。

威尼斯以早期簿记交易和银行业的发展而著称，这些行业的重要性扩展至商业领域，也为金融实力发展提供了新标尺。经常有来自欧洲其他地方的富商将儿子送到威尼斯来学习贸易。事实上，复式簿记是由卢卡·帕乔利（Luca Pacioli）发明的，他当时是生活在威尼斯的一个修道士。如果想想与商业和银行业相关、植根于意大利语的英语单词，你就会发现威尼斯所产生的重要影响，比如 conto（巴西及葡萄牙的钱款数目）、conto corrente（往来账户）、disconto（贴现）、netto（税后）、deposito（托管）等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那个时期在威尼斯发展起来的公司组织形式被称做股份公司。它比更早的合伙人公司和合资公司要大，这些股份公司聚集了由小贸易商组成的大贸易群体，形成庞大、永久性金融企业的资本基础，并依靠其规模和金融实力享受更大的商业机遇。更大的商业成功意味着更安全的政治金融地位。

股份公司历经了多次改变，同教会和王权等旧势力进行了长期斗争。教会和国王需要商人来提高其财政收人，而商人又需要教会和国王保护他们的货物不被盗贼偷窃，保护自身利益不被竞争者侵害，因此神权和国王的军队都是他们的重要同盟。如果你想要找一个现代的例子，只需参看科威特就可以了，如果美国没有插手并击退伊拉克人的话，科威特可能已经将所有的财富都输给伊拉克了。科威特的商业，也就是石油业，使得美国公司，比如已修建了石油基础设施的柏克德公司（Bechtel），到处游说议员对科威特进行武装干涉——如同商人给国王施压保护自己的利益不受海盗和小偷侵害。

随着股份公司越来越强大，商人们开始篡夺王权。这样一来，国王很快意识到限制有组织资本的力量对其利益来说是至关重要的；统治者颁布法律宣布，未经国王批准，禁止成立股份公司组织。早期由王权批准成立股份公司的例子有东印度公司（East India Company）和加拿大哈德逊海湾公司（Hudson’s Bay Company），这些公司都有着多姿多彩、引人入胜的历史。

大约在1610年，出现了一个有趣的荷兰公司，那就是荷兰西印度公司（Dutch West Indies Company）。这是一个非常特别的营运公司，一度支付很高的股息，但是由于该公司不是从事普通的商业经营和殖民活动，而是从事对西班牙银色舰队的武装袭击，因此其收益必然是不稳定的。公司的性质很明显具有特权性，事实上这家公司也影响了荷兰和西班牙两国之间的和平。从实质上讲，它是一个由海盗组成的公司，这些海盗用投资者的资本修建海盗船并补给人员抢劫从新大陆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

驶来的载满金银的西班牙船只。（华尔街人士认为这些海盗懂得如何进行恶意收购！）

群众的财力

很久以前，在银行业和股份公司发展起来之前，个人储蓄都是自己收藏起来的，这样这些储蓄就不会对社会有什么贡献。屠夫、招待员、工匠或者散工更是把自己少得可怜的积蓄藏起来，没有人能够用它们获取利润。之所以出现这样的情况，有一部分要归因于中世纪的宗教教条，它认为从贷款中赚取利息是错误的行为，不过后来由于商人、教皇和国王都需要贷款，这个教条就失去效力了。不仅如此，统治者甚至断定，鼓励贷方借钱出去，并允许其从中获取利息是聪明的做法。

不过，普通人把富余的钱借出去和银行家把放贷当做一种生意，这两者之间是有着很大区别的。区别在于——银行家把放贷当做一种职业。银行家介入有资本却没有能力或者倾向于将积蓄用于有利可图之处的人，以及有能力又希望经营企业却缺乏所需数额资金的人之间。在这种职业中，银行家是专家，运用其专业知识，他们可以收集剩余资本，并将这些剩余资本放到可以发挥其最优作用的地方，他们在这一点上无人能及。这样一来，甚至那些十几岁的青少年也可以将他们暑期打工存下的钱委托给当地银行，将钱贷给那些愿意合法偿还本金和利息的人。银行家需要支付利息给个人储户，他所贷出去的钱可用来从事有利可图的生意，银行家终其一生在两者之间赚取差价。

对于大多数人来说，第一次投资冒险游戏就是开设银行账户，将自己一周的薪水存进去的时候。一个人的薪水可能没有多少，但是将这个数字乘以 5 万储户，数字就开始变大了。所以说银行的真谛就是一大组人，他们将自己的钱贷给银行，用来交换银行通过将钱贷给其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他个人和公司所赚取的收益。

当银行放贷时，所有借了这笔钱的人均为负债方。商人憎恨债务，因为如果经营状况不好，生意不兴旺，银行可能会没收担保品并对公司进行清算。很多商人在经营中宁愿通过向公众出售部分所有者权益来筹措经费，这就是权益或者股票。在旧时代，这些交易都在被称做市场的地方进行。那个时候市场是当局指定可以进行交易的特定地点。这样做是为了建立交易的公开记录，从而也保证了政府可以有效地向做生意的商人征收税款。市场被指定在特定时间特定地点开放，任何在此范围之外进行的交易均属非法，其货物将被全部没收。

这些发展起来的市场中有一个就是股票市场，在股票市场中不同公司的所有者权益在不同投资者之间进行交易。纽约证券交易所就是旧时市场的现代面貌。

这里也是华尔街的前身。一种非常特别的银行——投资银行，取代银行向个人要求贷款，然后再放贷给其他公司。比如美林（Merrill Lynch）或者所罗门兄弟公司（Salomon Brothers），他们为公司扮演中间人的角色，为公司寻找有钱的人或者机构对公司进行投资。投资形式一般是贷款形式，由公司向投资者出售债券作为证明，或者公司可以选择向投资者出售所有者权益——股票。

投资银行发现，个人和机构都愿意购买公司的债券或者股票以实现自己的钱财增值。投资银行通过为公司筹措一定数额的资本向公司收费来赚钱。

当通用汽车公司想要筹集一大笔钱用于工厂扩建时，他可以找到一家投资银行，比如所罗门兄弟公司或者美林公司，让它们向投资者出售通用汽车公司债券（债务）或者股票（所有者权益）。

公司第一次向公众出售所有者权益被称做首次公开发行股票，或者 IPO。第二次被称做股票的第二次发行。股票一旦出售给公众，持股的个人投资者可能就对公司的未来抱以热情或者悲观的态度，是买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更多还是卖出股票取决于他们觉得公司的前景如何。纽约证券交易所是人们聚集起来买卖所有者权益或者说股票的地方，这些股票由公司通过投资银行出售给公众。它是一个拍卖市场，在这里云集了买家和卖家。买家出价，卖家开价，当达成一致时，交易成功，所有者权益转手。

当你的美林公司股票经纪人打电话告诉你应该买入通用汽车公司股票的时候，他真正在做的有两件事。要么他正试图为通用汽车公司筹集资金，要么他正在扮演你和另一个投资者中间人的角色——那个投资者想要出售他的通用汽车公司股票。如果是第一种情况，你的美林公司股票经纪人由于为通用汽车公司筹集到资金而赚到了佣金，如果是另一种情况，他因为把买家和卖家聚到一起，也可以从中赚取佣金。自然，股票经纪人往往是非常热情的，因为如果没有交易，他们就无法赚到佣金。

启动公司——资本形成

比如说你想要启动一笔生意、一个公司——不是去抢劫西班牙的银色舰队，而是做饼干和蛋糕，我们姑且称之为凯蒂烘焙公司（简称凯蒂公司）。要想得到钱来启动这笔生意，你可以向朋友或者银行借钱，也可以向投资者出售股票。股票代表着公司的所有权，债务只表示你承诺要支付的钱。

为了以公司形式出售股票，你必须使企业成为合法公司。这意味着你将合伙公司文件归档为合伙公司状态。在美国，每个公司都将合伙公司文件存放在某一状态下。

关于一个公司，有一件很重要的事情需要了解，那就是有限责任。这意味着，如果凯蒂烘焙公司由于端上了一盘变质的饼干而被起诉毒害某位顾客并造成损害的话，凯蒂公司的股东不会被牵涉到审判中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的确，审判可能会没收公司的所有资本，但是原告不能够追诉股东。

关于公司的另一个重要事项就是所有权可以被分割并出售，用来筹集资金启动或者扩大生意。所有权就像凯蒂的馅饼，可以随意被切成很多块。被切成的块数越多，馅饼的每一块就越小。同样，发行的股票越多，股票代表的所有权部分就越小。如果将馅饼平分成两份，每一块都代表一半。如果一个公司仅有两股股票，那么每股都代表公司 50% 的所有者权益。

现在让我们回到凯蒂公司。在你找了很多投资之后，你的姐妹告诉你，如果你愿意提供和她一样数额的钱，她愿意投资你的生意。这样，你们每个人都投资了5 000美元，作为回报，公司向你们每人发行 50 股股票。这 100 股股票代表凯蒂公司发行的全部股票。这意味着你和你的姐妹每人拥有公司的 50%，就像那个馅饼。

由于你和你的姐妹拥有这个公司，你们必须选举出一个董事会来监督公司经营。对于大多数由几个大股东持有的公司来说，你和你的姐妹都会被选举进董事会。董事会会雇用管理层来经营公司。在你和你的姐妹都没有任何烘焙经验的情况下，你们可以雇用当地一个叫做珍妮·斯维特布莱兹的面包师来经营凯蒂公司。珍妮·斯维特布莱兹女士作为公司的首席执行官，直接向董事会报告。如果董事会不喜欢珍妮·斯维特布莱兹女士的经营方法，董事会可以解雇她，并雇用新的首席执行官。

如果在第一年的生意中，公司的净收益（公司所得税后收益）为 100 美元，由于发行了 100 股股票，则凯蒂公司每股赚 1 美元。（净收益除以股票发行量就是每股收益。）

如果凯蒂烘焙公司还需要筹集资金，公司可以出售更多股票或者从别人那里借更多的钱。如果出售更多股票，公司就会出现股权收益减损。如果再出售 50 股股票，就会有 150 股股票，你的 50 股股票只能占公司 33% 的所有者权益了。作为所有者，这听起来对你并不是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好消息。因此在下一次董事会时，你会见到并且告诉你的首席执行官斯维特布莱兹女士，她应该出售债券来筹集公司所需的资金，而不是出售股票。

债券是你许诺要支付的钱。当你到银行提出贷款时，你本质上就是在出售债券。你给了银行一张纸条，上面写着 X 借给你多少美元，你同意全部偿还并加上利息。当银行向你借钱时，银行出售给你一张存款单，实际上这也是一种债券。你们达成了一项契约，如果你同意把钱借给银行，银行将在未来某个日期将所有的钱全部还给你，同时还加上定息。

大公司，像通用汽车公司不仅向银行借钱，他们也向公众发行债券。通用汽车公司会找到投资银行，比如美林公司，告诉它公司需要筹集 200 万美元。这不是一笔小数目。美林公司在全国有数千个股票经纪人，它告诉通用汽车公司它可以通过向客户销售 200 万美元通用汽车公司债券来为公司筹集资金。作为回报，美林公司向通用汽车公司收取服务费用。而通用汽车公司和购买通用汽车公司债券的数千人之间形成了借方和贷方的关系。

另一方面，美林公司可以通过向客户销售一家公司的普通股票来为该公司筹集资金。比如，当凯蒂公司开始启动时，你有很多大计划，你不是需要 1 万美元来启动生意，而是需要1 000万美元。现在你的姐妹没有这笔钱了，你将所有的商业计划集合在一起，然后到美林公司去拜访投资银行家。美林公司觉得你的主意不错，他们可以说服客户投资你的公司。你说："太棒了！"然后你同意支付美林公司服务费。接下来美林公司给客户打电话，向他们推销凯蒂公司的股票。这就是 IPO 或者首次公开发行股票。

由于 IPO，凯蒂公司股票所有权的一大块到了数千人手中。凯蒂公司拥有数千个不同的个人所有者，每个人都拥有凯蒂烘焙公司的一小部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当所有权落到很多人手中时，一件奇怪的事情便发生了。他们中可能会有人在将来的某一天不想再做这笔生意了。可能他们需要钱，也可能他们不再觉得烘焙业是他们应该投资的地方了。无论是什么原因，他们要出售股票。

想要出售股票的人打电话告诉他们的股票经纪人，自己希望出售100股凯蒂烘焙公司的股票。想要买入的人打电话告诉股票经纪人，他们希望买入100股凯蒂烘焙公司的股票。

这两笔订单在纽约证券交易所成交，而它只是全世界众多证券交易所之一。买家和卖家聚到一起，一个出价要买，另一个开价要卖。当出价和要价达成一致时，交易就成功了。这基本上是一种拍卖定价法。所有这一切都是由那些被称做专家的人推动的，他们依靠证券交易厅扮演着做市商的角色。这些做市商在交易厅有着固定的位置，在那里，特定股票的买家和卖家聚到一起。你想要买入一些凯蒂公司的股票，那么你的股票经纪人会打电话给他在交易厅的代理商，告诉他在有人以每股10美元出售的时候买入100股。代理商来到凯蒂公司股票的做市商跟前，把订单交给他。想要出售股票的人也是重复着同样的过程。做市商扮演着媒人的角色，为了交易把两个代理商凑到一起。有时，当某只股票在市场中涨势迟缓时，做市商会为自己的账户买入股票。这些股票就变成了他的存货，当终于有买家出现时，他就会出售这些股票。做市商永远都会有一些股票存货，这样，如果没有卖家，他也能够完成买单。

对我们来说，任何代表着公司所有者权益的普通股票都称做权益。债券被称做债务。我们在本书中要讨论的所有公司都是多年前就已经公开上市、拥有数千股东、在各种证券交易所进行交易的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章
对企业进行估价

现在，我们已经有了一定的基础，下面，我们将进一步从企业前景的角度详细分析巴菲特的投资理念。

我们先从简单的企业着手，通过对它的估价来决定适合买入的价位。这样的企业是简单而直观的，在评估过程中，我们将忽略通货膨胀和税收的影响。此外，我们还会讨论资产负债表和损益表。一个明智的投资者应该对这些内容有一定的了解，然而，大部分投资者并未能做到这一点。对于拥有 MBA（工商管理学硕士）学位的人来说，也许他们早已厌倦了这些内容，因此，我将节选巴菲特投资理念的部分精华进行阐述。

巴菲特孩提时就梦想成为全美国首富，并在 17 岁时决定从商。他的商业头脑似乎与生俱来，通过在街头售卖《华盛顿邮报》，他攒下了第一笔收入，尽管只是区区 3.5 美元。他和所有年轻企业巨头一样，口袋里是留不住钱的，他会用这些钱来做什么呢？用来谈恋爱？可能性不大，当时他还没有遇见他的妻子苏茜呢。或许用于购买一些糖果和碳酸饮料？可能性也不大，因为糖果和碳酸饮料会腐蚀牙齿，让他将钱白白付给牙科医生，这将意味着一次零回报的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令人难以想象的是，小巴菲特打算走向社会，开始从商以赚取更多的钱。他明白，如果想要充分利用复利的神奇效应，起步越早越好。正如我们所知，他认为只有死亡才能真正停止投资，结束复利的效应，让税务人员敲开他的房门。

通过一番寻找，小巴菲特发现了一台旧弹球机，并花 35 美元买下它。这是他拥有的第一笔财产，他认识到，必须将这台弹球机放置在一个人们会使用它的地方才能获利。然而，小巴菲特却听说，当地弹球厅的一个家伙有四台弹球机，而且这个人不想让巴菲特拉走他的顾客。这时，小巴菲特意识到弹球厅垄断了当地所有弹球类的游戏，于是，他对不得不停止这次行动感到很失望。这正是零售业所说的，“地点、地点，还是地点”。

不过，小巴菲特忽然意识到，所有那些爱玩弹球游戏的人都剃平头，而这种发型通常是一个叫萨基的家伙的专利。去萨基的理发店意味着两件事情：一是没有弹球机，二是有太多玩弹球游戏的人在等待萨基给他们理平头。此时此刻，巴菲特灵机一动，开始了生平第一次“合资”：如果萨基同意巴菲特将弹球机放在他的理发店，巴菲特承诺将支付萨基 20% 的收益。一向爱占小便宜的萨基答应了巴菲特的条件，并立即和小巴菲特合作起来。第二天，当巴菲特回到理发店时，发现机器里已有 10 美元，于是他将其中的 20%（2 美元）分给萨基，自己留下剩下的 80%（8 美元）。走出理发店，巴菲特意识到，这将是一次十分有利可图的商业投资。

你要是读过 MBA 就会问，如果小巴菲特的弹球机在接下来的每天都能挣 8 美元，并且他与萨基签下了 10 年的专营租赁合同，但这所房子 10 年后会被拆除，那么，小巴菲特的生意在今天价值多少？

这个问题问得很好，不过答案可能不完全明了。我们先从企业经济角度来考虑这一问题。首先，巴菲特的现金和财产加起来总共是 43 美元，且没有负债。因此，这就好比是他营业第一天后的资产负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表——会计用它来确定一家企业在特定某天的财务状况。

让我们看看这张资产负债表。

资产	
现金	
（来自第一天营业）	8 美元
财产	35 美元
总资产	43 美元
负债	
债务	0 美元
投入资本	35 美元
（开始营业所投入资金）	
留存收益	8 美元
（营业所获现金）	
股东资产净值/账面价值	
（投入资本和留存收益之和）	43 美元
所有股东资产净值和负债	
	43 美元

现金 8 美元的资产来自于第一天的营业收入，财产为这台弹球机，价值 35 美元。由于没有债务，所以负债为 0。投入资本为开始营业最初投入的资金，在这里是指弹球机的价值，即 35 美元。留存收益为第一天营业获取的现金，即 8 美元。股东的资产净值为投入资本和留存收益之和（35 美元 +8 美元 =43 美元）。注意，你可以在 1 年中的任意一天制作你的资产负债表，不过，大多数企业只在会计季度和会计年度末制作资产负债表。

损益表是显示一家企业在特定时期的盈利情况。对于巴菲特经营的弹球机，第一天的损益表应该是这样：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业收入	10 美元
－开　　支	－ 2 美元
收　　入	8 美元

营业收入为获得的总金额 10 美元。开支为支付给萨基的 2 美元。收入等于小巴菲特留下的金额 8 美元。

对巴菲特经营弹球机的估价

从资产负债表可以看出，巴菲特“公司”的净资产为 43 美元。如果换成是你，你会出售自己的“企业”以换取 43 美元吗？我想你不会，因为你相信，就如巴菲特一样，在今后 10 年里你每天都会赚取 8 美元的收益。那么，巴菲特的“企业”价值到底是多少呢？问得非常好！我们假设这个“企业”每天能产生 8 美元的收益。另外，我们还假设萨基的理发店每周营业 7 天，且假日不休息，也就是说 1 年营业 365 天。（嗯，萨基看起来似乎有点离奇。）每日收益乘以 1 年营业的天数，可以得出年收益为2 920美元（8 美元 × 365 = 2 920美元）。如果你按照 43 美元的资产净值或账面价值购买该“企业”，你的第一年预期税前收益为2 920美元，这可是一笔回报率不低的投资。所以，为了这笔回报率极高的投资，你设法接近小巴菲特，并试图让他以 43 美元出售自己的“企业”。不过，小巴菲特可没有你想得那么愚蠢，他会告诉你，他的弹球游戏这项业务的价值不止 43 美元，所以，你就别痴心妄想了。

你可能觉得有些恼火，于是，你便马上问巴菲特：“那么，你弹球游戏这项业务到底能值多少钱呢？”这时，小巴菲特这个极富商业头脑的男孩儿会告诉你这项业务的价值。

他说，他的这项业务每年能挣2 920美元，且打算经营 10 年，因而，事实上，在未来的 10 年里，他出售给你的是每年2 920美元的收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流。同时，他还会告诉你，其业务的现值是每年2 920美元的 10 年收入流。“什么是现值?”你可能会感到惊讶，并且因此变得困窘，而后，小巴菲特会为你详细阐述折合现值和比较年复利收益率的理论。

他说：“你看，如果你在 10 年间每年有2 920美元的收入流，那么在这 10 年里，你总共将入账29 200美元，也就是在这期间分文不花所留下的所有收入。”

说到这里，他面带微笑：“拿到钱后，如果你每个月都定期将其存入年收益率为 8% 的货币市场基金，那么在 10 年之后你将得到大约44 516. 86美元的收益。作为买主，你还会问，在未来的 10 年后，44 516. 86美元相当于现在的多少钱呢?”

你自言自语（小声点，别让小巴菲特听见）：如果利率为 8%，那么，现在要投入多少资金，才能在 10 年之后得到44 516. 86美元？于是，你拿出一个 BA－35 太阳能超级计算器，它能很快计算出现值和未来价值。你输入年份数（N＝10），利率（%i＝8%），以及未来价值（FV＝44 516. 86美元），然后按下计算（CPT）和现值（PV）按钮，得出的结果为20 619. 92美元。

作为买家，这意味着在年复利收益率为 8% 的情况下，你将必须投资20 619. 92美元，这样在 10 年后，连本带息你可以得到44 516. 86美元。

由此可见，要购买小巴菲特弹球机的经营权，你可以一次性支付20 619. 92美元，并期待它能在经营 10 年后总共为你赚44 516. 86美元，这相当于年复利收益率为 8% 的 10 年收益。看起来你的资金回报似乎比较可观，但是，如果将其投资于 10 年期回报率为 10% 的 AAA 公司债券，你还可以得到更高的回报。

以上陈述对我们的估价有什么用呢？你想投资于回报率为 8% 的基金，还是回报率为 10% 的债券呢？我想，如果两者的风险度相同，你肯定会选择后者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，如果你付给小巴菲特20 619.92美元，你可以计算出自己能够获得年回报率为8%的收益。如果你希望年回报率达到10%，那么你必须支付给小巴菲特更少的钱。

如果你想知道当回报率等于10%时，你需要付给巴菲特多少钱，那么，你必须调整现值计算中输入的利率，从而使其反映你的资金获得的10%的年复利收益率。

计算器的操作步骤为：进入财务模式，输入年份数（10，N），再输入10%的利率（10,%i）以及未来价值44 516.86美元（44 516.86美元，FV），而后再按计算键（CPT）和现值键（PV）。最后得出的数字为在年回报率为10%，即总收益为17 163.17美元的条件下，购买巴菲特弹球业务应该支付的金额。

这意味着，如果你花了17 163.17美元买下小巴菲特的业务，那么你预期可以赚回投资本金17 163.17美元，加上27 353.69美元盈利，总共是44 516.86美元，这实际上为你提供了10%的年复利收益率。（记住，年复利收益率才是我们所关注的。）

因此，不管需要多高的回报率，你都可以根据该回报率计算出你必须支付的金额。支付以上数目的金额，你可以推算出这笔生意要比前一笔更好。可见，支付得越少，你的资金得到的回报率就越高。

运用企业前景的观点

作为买家，这对你意味着你可以预先知道，要获得预期回报率，应该支付巴菲特多少钱去购买他的业务。事实上，你已经运用了企业前景的观点，因为，你认识到了企业的现实状况及它所能提供的回报率，并且，只有在价格具有经济意义的情况下，你才肯出钱投资。（在巴菲特看来，经济意义指的是年回报率不低于15%，稍后我们会更为详细地进行阐述。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你不会由此而推测小巴菲特将成为北美经营弹球游戏的巨商，并拥有横跨全美的弹球机连锁店。你会把这一事业留给华尔街上的其他人。而你所关注的是投资年收益率的确定性。

我们从另一种角度来考虑这个问题。一名计程车司机在购买一辆新车之前，他会计算和比较买车所花费的成本与预期收益。可是，另一个人却直接买了一辆 1962 年的克尔维特汽车，因为他只考虑该款汽车可能会涨价的问题，而忽略了这笔投资的回报。

计程车司机运用了企业前景的观点来分析他投资的价值。

而克尔维特汽车买主却让贪婪和幻想诱导了他的行为，追求时尚和贪婪的本性使他忽略了对未来回报的计算。

这里，再列举一个现实的例子，假如一个人要购买商业地产，比如办公楼，一般来说，银行借给这个人用于购买商业地产的资金不会超过该地产租金的 80% 。

因此，如果一个商业建筑通过出租办公室每年能够赚取 10 万美元且无债务，而银行收取其中 10% 作为抵押金，那么，银行更愿意贷款 80 万美元供此人购买地产。

大多数银行贷给房地产项目的钱都不会超过其支付的利息。通常，商业楼盘都是基于企业前景进行交易的。

然而，住宅房地产却具有更强的投机性质，与购买用于出租的房地产相比，人们会花更多的钱来购买公寓住宅。因此，任何投资者都必须大幅抬高预付订金来填补超额投机价格，从而让银行更加充裕，并为其提供一定的安全边界。一般来说，银行都试图根据企业前景来进行贷款，它们紧密关注着房地产的收益，很少关心房地产价值的升降，它们真正关注的是房地产产生收益的能力，看其能否承担利息费用。

从另一方面来说，投机者总是期望房地产价格会上涨，这样，在将来他就能以高于买入时的价格将其出售。他和克尔维特汽车的买主存在一定的相似之处：不太关心房地产实际能够获取多少收益，而是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关心其将来的卖价。

这就好比股票市场，企业的部分权益每天都在被竞拍，其中，有的人是出于企业前景投资的目的，而有的人则是出于贪婪的投机目的。出于第一种动机的一般都是一些大型企业，它们设法完全收购一些公司，这样可以增加它们的收益。而出于投机动机的一般都是个人投资者和许多共同基金，他们不是基于对一个企业的充分估价，而是基于希望和贪婪。

要知道，证券的卖出价格通常不能反映该公司的真实价值，有时会高于真实价值，有时也会低于真实价值。股票市场是由人和经济实体，比如公司和共同基金等组成的，而这两类实体采取的是相反的策略。如果以极端的方式来描述这两者之间的不同，则一种是严格基于企业前景的投资策略，而另一种是兼恐惧和贪婪于一体的投机策略。

这种投机策略可以因贪婪而使股价得以飙升，也会因恐惧让股价大跌。而企业前景的投资策略正好对它们进行了折中，降低贪婪的高点，抬升恐惧的低点。这里，正好有一个恰当的实例。在 1988 年，雷诺兹·纳贝斯克公司（RJR Nabisco）的股票每股售价 45 美元，其每股收益为 5. 92 美元，且几乎无负债。该公司在很长时间内投资收益都呈大幅增长之势，而形成这种增长的原因可能是烟草生意的高额利润。然而，由于常常遭到一些因吸烟而患癌症的人的诉讼，所以，公众把它列为被社会所遗弃的企业。股票市场见到这一情形，也是一直打压它的股价。

雷诺兹·纳贝斯克公司的管理层看见低迷的股价，认识到他们可以借数十亿美元来买进公司现有的所有股票，以达到对公司实施完全控制的目的，然后，再用公司的活动现金流来偿还这笔借款。看到这一机遇，公司管理层成立了一个投资小组，该小组负责安排从华尔街投资银行筹集的数十亿美元资金。通过筹集的这笔资金，公司的管理层和投资小组以每股 75 美元的价格从现有股东手中买下了所有已发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，这相当于花了 170 亿美元购买整个公司。这有点类似于购买一块商业地产，付给卖家的钱完全来自于从银行获得的抵押贷款，然后，再用租金来偿还贷款。

在雷诺兹·纳贝斯克公司的实例中，管理层和投资小组扮演的是买家角色，他们设法购买公司，再将其抵押给银行，并将抵押金支付给所有人（股东），而后用活动现金流偿还贷款。这是种极其聪明的策略，因为那些出于投机目的的广大散户会因恐惧而卖空公司股票，从而迫使股价下跌，所以这一策略变得可行。而从企业前景的角度，公司管理层和投资小组清楚公司的真实价值，于是见机大量买进，从而促使股价由低迷时的每股 45 美元上涨至每股 75 美元，而这个价格才是从企业前景角度评估所得到的真实价值。

对于管理层和投资小组来说，一切都进展得比较顺利，不过，杠杆收购公司 KKR 的一些人认为公司的价值还应该更高，于是他们和一些银行达成共识，最终以大约 280 亿美元收购了整个公司。在收购之后，KKR 公司用雷诺兹公司的活动现金流和出售子公司得到的资金来偿还贷款，正如本书中写的那样，公司有利可图，并且已经偿还了大部分用于收购的贷款。（想一想，这就好比像 KKR 这样的杠杆收购公司作为投资小组去购买一处没有任何抵押的房地产，再用赚取的租金偿还银行的贷款。只不过，KKR 公司购买的是一些没有大量债务且被股票市场低估的公司。）

格雷厄姆在他 1951 年版的《证券分析》一书中写道："一般来说，市场会把诉讼请求低估为资产，也会把它高估为债务。因此，在这种情况下，意识到这种形势的人都有机会以低于其真实价值的价格买入，从而获得可观的收益，而这种时机往往是在处理诉讼的时候。"

雷诺兹公司就是一个典型的实例，恐惧使公众高估了负债，并驱使他们卖空雷诺兹公司的股票，而后，一些企业从企业前景的角度发现了该公司的价值，并欣然以远远超过股市中的价格买下该公司的所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有股票。

请注意，这里并不是说所有企业都不会进行贪婪的投机，然后再花过多资金进行收购。通常，这种情况的发生都是由于管理层的自负心理所致，他们过于贪婪，急于让自己的企业实现快速增长，因而忘却了企业发展的客观规律，将企业前景的观点抛到脑后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章 关于企业前景投资你只需知道两件事：买什么？以什么价格买？

没错。如果你能够回答这两个问题，你就成功在望了。买什么，以什么价格买？看起来很简单，不是吗？

问题在于华尔街及其投资银行家和经纪人基本上只起到了靠佣金谋生的营业员的作用。显然，他们非常希望能够以最高的价格出售自己的货物。买家几乎从来不能讨价还价。新发行证券的价格以满足发行该证券的公司能够获利最多以及投资银行能够获得最高佣金为前提。而给你打电话的股票经纪人实际就是一个佣金经纪人，就像所有的佣金经纪人一样，他只对以最高价格出售他的物品感兴趣。

如果股票经纪人正在向你推销一种新证券，那么你立即就会明白投资银行已经给这种证券定好价了，你根本没有讨价还价的余地。如果股票经纪人正在向你推销的是他所在的研究部门推荐的证券，那么你就应该清楚你正在被从众思想所左右。因为，随着股票行情的上涨，股票经纪人的热情也会水涨船高。“今天它涨了两个点！”“它会一直涨下去！”“赶快买，不然就来不及了！”

与此相反，价格一旦上涨，巴菲特反而会对这笔投资失去热情。很有趣，是不是？从投资游戏中获利最多的赢家和打电话让你购买他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正推销的产品的家伙持完全相反的策略。

最奇怪的原因就是，华尔街和个人投资者搞乱了买什么和以什么价格买这两个问题，被无数金融烟雾迷惑了头脑。他们振奋精神、集中全力关注买什么的问题，却完全忽略了价格因素。就像珠宝或者工艺品推销员，他们使得顾客只关注商品美丽的外观，却忽视了商品的内在功能。华尔街经纪人对待企业的金融经济状况就像对待工艺品美丽的外表，只强调它的美学特征，却把价格完全分离出来，他们这样做几乎从来没有失败过。他们永远不会打电话说："XYZ 是一家非常棒的公司，但是价格太高了。"因为，真实情况是，他们可能认为 XYZ 公司股票无论以什么价格购买都是非常棒的，在这场游戏中，他们大概就像你一样不明智。

记住，股票经纪人以股票价格上涨这个美好前景游说你购买这只股票，这个时候企业经济中的美学特征开始发挥它的作用。经纪人激起了你对经济的兴奋点，而作为投资者，你就像巴甫洛夫进行消化腺分泌研究时使用的狗一样流着口水，把钱交给他。自始至终，没有任何人质疑过自己的钱到底有没有获得任何真实价值。不过价值对于审美来说又有什么意义呢？归根结底，你卖出去了一幅价值 100 万美元的画，而制作这幅画的成本可能还不到 500 美元。

不过，如果你把第一个问题看做是你的投资基础，那么你也会和巴菲特的看法一致——从企业前景考虑投资。你所关注的问题不应该是股票上涨的行情，而应该是这家标的企业能不能为你赚到钱。如果能的话，能赚多少？一旦确定了这个数字，那么你按照要价购买的股票能为你带来多少收益就一目了然了。

华尔街能够把一些刚刚启动、在一段时间内不会有任何收益的公司所发行的股票按照极端荒谬、不合理的价格兜售给投资者，这屡屡让我震惊。与此同时，显示长期收益和持续增长态势的公司却只通过投机活动寻求价格的小幅上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于格雷厄姆而言，买什么和以什么价格买，这两者之间是相辅相成的。相比巴菲特来说，格雷厄姆更注重让价格决定买什么。只要公司收益稳定，每股要价就可以确定这只股票该不该买。格雷厄姆几乎不会去关心企业性质。他不关心企业从事的是加工或者销售汽车、电池、飞机、有轨车还是保险，只要公司股票的价格低于他认定的价值就可以了。对于格雷厄姆而言，足够低的价格能够补偿企业经济状况的先天不足。

格雷厄姆开发了一个集各种技术于一体的“兵工厂”，帮助他确定所关注的企业价值。从资产价值到获利能力，对于每样东西，格雷厄姆都能找到他的方法来计算其内在价值。格雷厄姆计算公司的价值，然后确定要价是否低到能够让他获取丰厚的收益。充足的潜在收益给他提供了所谓的“安全边界”。

巴菲特的胜利之路

（这是本书的主要概念，所以请多加注意！）

- 与格雷厄姆相反，巴菲特的方法是将这两个问题分开对待。正如我们所知，第一步他先发现买什么，然后确定价格是否合适。在现实生活中我们可以模拟一下，就像格雷厄姆来到一家折扣商店，就会停下来讨价还价——为购买任何东西，反正就是会讨价还价。你应该知道那种感觉。你途经一家商店，里面摆放着一台吹雪机，价格从 259 美元降至 25 美元，即使你家住佛罗里达，那里可能永远也用不上吹雪机，但是它的价格实在太低了，让你欲罢不能。这就是格雷厄姆，他就是这样进行投资决策的。
- 巴菲特的方法是先确定想要买什么，然后等着它被出售。所以他在折扣商店唯一要花时间做的事就是付账时看看他想买的东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西有没有便宜卖。巴菲特在证券市场也是如此。他已经知道了自己想拥有哪家公司，他所要等待的就是适当的价格。对于巴菲特来说，买什么这个问题与以什么价格买的问题是相分离的。他先回答买什么的问题，然后再确定售价是否合适。

- 巴菲特相信，你应该首先决定想参与投资什么企业，然后等待适当的时机和价格，当你认为你的投资能够获得收益时，再买进企业的股票，这就具有了商业意义。

现在回过头来再读一遍！

巴菲特是如何确定哪家企业适于投资，以及什么价格是合理价格的呢？本书接下来将为你进行讲解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章 巴菲特的秘密武器：复利的魔力

理解复利回报的力量以及获得它的困难，是领悟许多事物的灵魂所在。

查理·芒格

《福布斯》，1996年1月22日刊

在我们深入之前，先来看看资本复利的魔力是如何与巴菲特法则相结合的，而这一点往往是那些试图领悟巴菲特策略的人所忽视的。

或许当我们小的时候，大人会告诉我们，假如我们有1美分，在1年时间内翻一番的话就会变成2美分。如此一来，如果将这2美分在第二年再翻一番，就会得到4美分。若在一段长达27年的时间里都按照这种模式持续增长下去——0.01美元，0.02美元，0.04美元，0.08美元，0.16美元，0.32美元，0.64美元，1.28美元……到第二十七年时，我们当初那2美分就变成了130万美元！这看起来难道不可观吗？这个例子中，资金是以100%的年复利收益率增长的。

在巴菲特早年的投资生涯中，他常常在给合伙人的信件和备忘录中狂热地解释资本复利的巨大优点。之所以如此，是因为复利的存在本身就是世间的奇迹，巴菲特也是借此实现其投资价值的可观增长的。但他真正的诀窍还在于获取较高的年复利收益率，使其能够不因个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所得税影响而停止增长。或许这就是他最大的秘密，并且也是大多数巴菲特投资秘籍的学习者所未能参悟透的。巴菲特法则中的这部分闪光点，我们将在本章后面的内容中讲述，在此之前我们先了解一下有关复利的基本内容。

复　利

巴菲特在投资中所竭力追求的，是尽可能高的税后年复利收益率。他相信复利才是真正的致富秘诀。下面我们就来看看复利是如何使人变得富有的。

下表中显示的是 10 万美元的本金，分别以 5%、10%、15% 和 20% 的免税年复利收益率增长，各自在 10 年、20 年和 30 年后的价值总额。

	5%	10%	15%	20%
10 年	162 889 美元	259 374 美元	404 555 美元	619 173 美元
20 年	265 329 美元	672 749 美元	1 636 653 美元	3 833 759 美元
30 年	432 194 美元	1 744 940 美元	6 621 177 美元	23 737 631 美元

表中的数据无疑是令人惊异的。仅仅是 5 个或 10 个百分点的不同，就将导致你的投资收益发生翻天覆地的变化。如果以每年 10% 的免税年复利收益率增长，你的 10 万美元本金在 10 年后将达到259 374 美元；如果以每年 20% 的免税年复利收益率增长，你的 10 万美元本金在 10 年后将达到619 173美元，在 20 年后将达到3 833 759美元；但如果以每年 20% 的免税年复利收益率增长 30 年，那么 10 万美元本金就将增长到惊人的23 737 631美元——这显然是一个可观得多的数字。

年复利收益率哪怕仅相差几个百分点，在经过较长一段时间后就会产生巨大的结果差异。如果 10 万美元本金以每年 5% 的免税年复利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率增长 30 年，将会得到432 194美元。但如果年复利收益率涨到10%，在 30 年后，10 万美元就将变成1 744 940美元。再增加 5 个百分点，达到每年 15% 的复利率的话，30 年后 10 万美元将变成6 621 177美元。进一步而言，如果从 15% 变成 20% 的话，那么你就会发现，10 万美元本金以 20% 的年复利收益率增长 30 年后就会变成23 737 631美元。

下表显示的分别是以 5%、10%、15% 和 20% 的年复利收益率增长 30 年后，10 万美元本金最终所能获得的收益。

	5%	10%	15%	20%
30 年	432 194 美元	1 744 940 美元	6 621 177 美元	23 737 631 美元

巴菲特所追求的是在尽可能长的时间内获得尽可能高的年复利收益率。在伯克希尔－哈撒韦公司，巴菲特就让公司的潜在资产净值保持了平均 23.8% 的年复利收益率，并且长达 32 年之久。这就是鲜活的例证。

复利是巴菲特开启成功之门的关键，这一点无论怎么强调也不过分。虽然这很简单而且易于理解，但很奇怪的是，复利的重要性在投资理论中只是被粗浅地提及。对于巴菲特来说，复利就是主宰一切的最重要因素。原因何在？且让我们看个究竟。

复利和个人所得税

如果投资目标是购买一只不派发股息的股票，其 30 年间的平均年复利收益率保持在 15%，而只需在这 30 年结束时支付 35% 的税款，这样一来，税后平均年复利收益率就大约为 13.4%。

查理·芒格

《福布斯》，1996 年 1 月 22 日刊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先需要明确的是，复利收益与我们通常的被动性投资所获得的回报是不同的，比如说公司债券红利。通常来说，这种债券是投资者将一定金额的资金（例如1 000美元）以一定的固定利率（比如 8%）和一段固定的期限，借给债券发行方（比如说通用汽车公司）。投资者在此后 5 年中，每年将得到通用汽车公司所支付的 80 美元红利，到这 5 年结束时，投资者再收回自己的1 000美元本金。因此，投资者获得的利息总共为 400 美元（5 ×80 美元 =400 美元）。

如果考虑税收的话，每次投资者从通用汽车公司所获得的 80 美元红利都将被美国国税局视为个人收入，投资者必须支付一定比例的个人所得税。如果投资者本身属于高收入群体的话，那么他的 80 美元红利所需支付的个人所得税比例将为 31%，这就是说该投资者的税后年回报额为 55.20 美元（80 美元 －80 美元 ×31% ＝55.20 美元）。在 5 年期结束时，投资者总共获得的税后总收益为 276 美元（55.20 美元 ×5 = 276 美元）。

但如果通用汽车公司不是将这每年 8% 的红利分派给投资者，然后被扣除个人所得税，而是将其自动累加计入投资者最初借给通用汽车公司的本金总额中，那么投资者能获得的总收益又将为多少呢？在这种情况下，由于投资者借给通用汽车公司的本金总额增长了，也就使得本金总额 8% 所对应的红利同步增长。这就是说，投资者在通用汽车公司的投资将会以平均每年 8% 的复利率增长。同时，这样的投资方式还剔除了原本每年需要支付的个人所得税，而只需支付最后到期时的个人所得税。在债券期满时，通用汽车公司就将把投资的本金和所有收益全部返还给投资者。

在这种情况下，通用汽车公司从投资者那里获取的借款本金也是1 000美元，年收益率也为 8%，在第一年也产生 80 美元红利。但到第一年截止时，通用汽车公司并不是将这 80 美元红利派发给投资者，而是用来为投资者购买更多的债券。这样一来，在第二年初始时，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者借给通用汽车公司的本金总额就增加到了1 080美元。在第二年中，通用汽车公司就需要按照1 080美元的本金总额支付给投资者 8% 的红利，其红利的派发额就增加到了 86 美元。同样，这 86 美元的红利也会继续被累加到现有的1 080美元的本金总额中，从而使本金总额在第三年初始时达到1 166美元。依此类推，这种增长方式一直持续到第五年结束。

下表显示的是免税情况下的复利回报结果：

年数	投资总额	获取/持有的利息
1	1 000.00 美元	80.00 美元
2	1 080.00 美元	86.40 美元
3	1 166.40 美元	93.31 美元
4	1 259.71 美元	100.77 美元
5	1 360.48 美元	108.83 美元
		（合计）469.31 美元

到这 5 年结束、债券期满时，投资者将会收到一张价值1 469.31美元的对账单。这就是说，通用汽车公司的复利债券返还了投资者1 000美元的本金，同时还有 5 年中共计 469.31 美元的利息。而投资者需要支付的是 469.31 美元中的个人所得税，按照 31% 计，最终能得到的总收益是 323.82 美元（469.31 美元 − 469.31 美元 × 31% = 323.82 美元）。也就是说，在计算个人所得税前的 5 年中，这笔投资以每年 8% 的复利率增长。

听起来很可观，不是吗？但可惜的是美国国税局不会让投资者们轻松过关，他们很早以前就拆穿了这种可能的把戏，在赚取利息的那一年一定会准时将税单送到投资者手中，哪怕投资者在第五年才拿到支票。

但对于巴菲特来说，美国国税局有一点重要的疏漏：购买一家公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的权益（普通股票）就如同购买了该公司的债务。巴菲特认为股票也是一种特定的股权债券。它与普通债券的不同只是其收益率不固定，会随着上市公司每年的盈利情况发生变动。巴菲特所持有的股权债券，如果公司不向投资者派发红利，是不需要缴纳个人所得税的，这也正是美国国税局所遗漏的。

需要明确的是，在上市公司的年报或者投资调查，比如《标准普尔股票报告》或者《价值线投资调查》（简称《价值线》）中所报告的净收益，都是公司的税后收入数据。也就是说，如果上市公司不再将收益以红利的形式派发给投资者，那么这部分收益就不需要再缴纳其他税款。如果上市公司将这些收益以红利形式派发给投资者，那么投资者本人就仍需为这部分红利收入支付个人所得税。

例如，一家上市公司 A 的税后每股收益为 10 美元，公司将这 10 美元收益以红利的形式派发给所有股东，那么股东们就需要为这 10 美元支付个人所得税，最终投资者只能获得约 7 美元的税后收入。但是，如果公司 A 选择将这 10 美元继续持有而不派发给股东，那么股东们的钱就继续保留在公司中，避免了缴纳个人所得税所承受的损失，并且可以免税用于复利增长。

巴菲特发现，购买公司债券和政府债券的收益都需要缴纳个人所得税。这就是说，如果他购买了一家公司或者政府的债券，其回报率为 8%，但扣除个人所得税后的实际收益率就为 5.5% 左右（8% 的收益率 - 8% 的收益率 ×31% 的税率 =5.5% 的收益率）。

巴菲特致力于寻找那些收益增长强劲、具有上升势头的上市公司。这就意味着他在购买股权债券之后将会获得持续增长的投资收益率。试想一下：如果回报率不仅无须扣除纳税，而且还会不断增长，将会怎样令人心动？如果上市公司不以红利形式向巴菲特支付投资收益，而是将其继续持有，那么这就使得巴菲特免于支付个人所得税，从而保护其投资收益。除非巴菲特有朝一日卖出自己投资的股份，否则他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都不用支付高额的个人所得税。然而，巴菲特似乎从不轻易卖出股份。

上市公司留存的这部分收益将会以有效的复利收益率保持增长，而上市公司可用留存收益进行再投资。保持复利增长，同时不需要支付个人所得税，这对于投资者的确意义非凡。（记住，巴菲特的投资目标就是：在尽可能长的时间内获得尽可能高的年复利收益率。）

正如我们前面所提到的，在 32 年间，伯克希尔 - 哈撒韦公司曾保持了平均约 23% 的投入资本年复利收益率。那么，如果你在 20 世纪 80 年代初向伯克希尔公司支付了一笔账面价值，那么你就相当于购买了一只每年支付约 23% 的税后复利收益率的股权债券。当然，伯克希尔公司并不会将你所赚的 23% 的收益直接送上门，因为这样做的话美国国税局也就立刻登门了。正如巴菲特一样，你可能无法对资本进行分配，也无法直接获得自己投入资本的那 23% 的收益。所以更好的办法就是把你的钱留在伯克希尔公司，让伯克希尔公司不断增长的资本净值带动其股价不断攀升。在伯克希尔 - 哈撒韦公司的这个例子中，该公司的股票价格就从 1982 年的每股 500 美元上涨到了 1997 年的每股 48 600美元之高。

当然，当你卖出伯克希尔 - 哈撒韦公司的股票时，税务人员势必也会从你的资本收益中划走一部分。但当这一情形就要在你身上发生时，你正享受着高达 23% 的免个人所得税收益。

我们现在假设你在巴菲特所垂青的那只股权债券中投资了1 000美元，预期平均每年有 23% 的复利收益率。那么在第十年，你就应该有价值7 925 美元的投资总额了，其中的利润为6 925 美元。如果从这 6 925美元的收益中扣除 20% 的资本利得税，那么你最终能够获得的税后净利润就是5 540美元。这相当于在过去 10 年间保持了平均 20.65% 的税后年复利收益率。（如果你还有所怀疑的话，那可以假设是用 10 万美元的本金以每年 20.65% 的复利率增长了 10 年，得到的资金总额将达到653 541美元。如果将时间进一步拉长为 30 年，那么这 10 万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元本金就会变为27 913 853美元的一笔巨款。)

普通公司债券向投资人返还的是带有固定纳税比率的投资回报，如果想要在这样的债券中获得平均每年20.65%的税后年复利收益率，那么该债券就必须保持每年增长约29.94%的盈利能力。(29.94%的收益率－29.94%的收益率×31%的个人所得税率＝20.65%的收益率)

如果我现在向你提供AAA公司的一只10年期的债券，该债券年收益率为29.94%，你愿意购买吗？你会毫不犹豫地购买。事实上，你可能倾其所有，甚至从亲戚朋友那里四处举债来购买。你所做的就相当于是在20世纪80年代初向伯克希尔－哈撒韦公司投资。其实，整个华尔街的人都愿意这样做——但他们真正做到了吗？凤毛麟角，比如马里奥·盖布利（Mario Gabelli）、红杉基金（Sequoia Fund）、普信集团（T. Rowe Price），也就仅仅这些了。所以人们纳闷，为什么大多数华尔街投资者都不是拥有游艇的主呢？这也就不足为怪了。

复利和你的买价

许多投资分析人士都认为，如果你想要购买一只好股票，并且打算长期持有数年以上，那么你根本不用太在意支付价格。其实，这种认识错误至极。不妨考虑一下这个例子：1987年，烟草和食品业巨头菲利普·莫里斯公司股价大约在每股6.07美元至10.36美元之间（拆分调整后）。那么10年之后，到1997年，该公司股价已变成每股44美元。如果你在1987年以每股6.07美元的价格买入，在1997年以每股44美元的价格卖出，那么你的税前平均年复利收益率就相当于21.9%。但如果你在1987年以每股10.36美元的价格买入，而在1997年以每股44美元的价格卖出，那么你的税前平均年复利收益率就只相当于15.56%。

倘若你在1987年投资10万美元以每股6.07美元的价格购买了菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利普·莫里斯公司的股票，那么这笔资产将会以每年 21.9% 的复利率增长，到 1997 年就将增长到724 497.77美元；但如果你在 1987 年投资 10 万美元以每股 10.36 美元的价格买入，那么它的年复利收益率就只有 15.56%，到 1997 年资产总额仅为424 693.22美元。将之进行比较，两者相差了299 804.55美元，这是相当大的一笔钱了！

我们可以使用 BA－35 型太阳能财务计算器来计算上述等式。首先确认计算器处于财务计算模式（按下 MODE 键，而后你将在屏幕上看到一个很小的 FIN 标志）。按键输入菲利普·莫里斯公司 1987 年的股价每股 6.07 美元，作为现值（PV 键），然后，按键输入年份数 10（N 键），接下来，输入 1997 年每股股票的卖出价 44 美元，作为未来价值（FV 键），然后按下计算键（CPT）和利率键（%i）。完成之后，计算器就会告诉你，你最初以每股 6.07 美元成交的投资在 10 年期间的平均年复利收益率为 21.9%。

让我们最后再思考一下奇妙的复利。很多人都知道巴菲特喜欢驾驶老式小轿车。在他早年的投资生涯中，他开的就是一辆大众甲壳虫小轿车。许多人都认为这是因为巴菲特本人对物质享受看得淡泊。但他们未能发现，真正原因其实是巴菲特头脑中根深蒂固的复利投资理念对他消费习惯的影响。我们都知道，现在一辆价值 2 万美元的小轿车，到 10 年之后就可能大幅折价，甚至一文不值。但是巴菲特深知，他可以在自己的投资中获得 23% 的年复利收益率。这就是说，今天投资的 2 万美元，到 10 年之后，就会变成158 518美元；到 20 年之后就会变成1 256 412美元；而 30 年之后，更是会增加到9 958 257美元。对巴菲特来说，将9 958 257美元的钱花在一辆新的小轿车上就太“物非所值”了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

决定你想要拥有的企业类型

你想要拥有的企业应当具有什么特点呢？在巴菲特眼里，这是成功阶梯上关键的一步。在一头扎进股市查看股价之前，你必须先要搞清楚自己想买什么样的企业的股票。

巴菲特一向主张，弄清楚自己应当进行什么样的投资是一项挑战人思维的工作。以巴菲特为例，他本人早年曾师从格雷厄姆，学习其投资理念，但学习的成果往往是引导他购买了那些平庸的股票。此后，巴菲特将自己从导师那里受到的思维拘束中解脱了出来，接受了菲利普·费雪和查理·芒格的投资理念。

菲利普·费雪和查理·芒格通过实践经验的积累，发展出一套全新的投资哲学，倡导只投资于那些具有出众的经济营运状况，对投资者有利，且具有合适卖价的公司股票。菲利普·费雪和查理·芒格承认格雷厄姆关于股票买价决定投资回报的理论，但在值得购买的股票类型方面的看法却与之不同。

格雷厄姆认为，只要他能估计出股票适宜的买价是多少，那么大多数股票都可以作为投资的候选对象。对格雷厄姆来说，这种购买可能性是无限的，他的投资组合就反映出这种理念。每天，他的头寸中都可能包含了百种以上不同类别的股票。他认为，大多数股票都具有一个内在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值，当股价低于内在价值时，这些股票就可以作为候选投资对象。投资者所要做的仅仅是确定股票的内在价值。格雷厄姆认为这种内在价值不是固定的，而是在一个区间范围内。他乐于打这样一个比方：如果说一个人胖，并不需要知道他确切的体重就能确定他是胖还是不胖。

这种方法的问题在于，确定胖与不胖的标准是什么。对于大多数英国人来说，德国人看起来都偏胖，但反过来，大多数德国人却认为英国人偏瘦。类似的现象在股票交易中也同样存在。看起来“瘦”的其实可能比较“胖”，而看起来比较“胖”的或许真的比较“瘦”。格雷厄姆不会太在意他所购买的那些股票是“胖”还是“瘦”，他可能也不关心，因为他同时介入的股票实在太多了。

为了解决这个问题，格雷厄姆极力建立一个决定股票“胖瘦”的标准。在他 30 余年的资本管理实践中，其中一个方法是，以低于营运资本价值（或当期资产净值）的价格购买一组普通股，所谓营运资本价值是指流动资产净值（不包括设备或其他固定资产）减去全部债务后的余额。而另一种方法是，以低于过去 12 个月收益的 7 倍的价格购买一组股票。

格雷厄姆指出，这两种方法只适用于购买一组股票，而不是单一的某只股票。通过计算，格雷厄姆发现，就一组股票而言，这种方法能够在较长投资时间内，比如 10 年，带给投资者 15% ~20% 的平均年收益率。

然而，在买价低于内在价值这个中心问题上，格雷厄姆的投资哲学也会碰壁。他所遇到的问题是，为了使投资者能够从交易中获利，其所购买的价格低于内在价值的股票有朝一日还是必须得涨起来，涨到与内在价值相当或者超过内在价值才行。这样一来，我们就面临着以内在价值为导向的投资价值实现的问题。

说得更直率一点，如果你以低于内在价值的价格购买了股票，而上市公司却继续以低于内在价值的价格发售股票，你又该如何是好呢？

不妨来看这样一个例子。假定格雷厄姆发现了一家公司，他认为其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的合理内在价值为每股62.50美元，但股票售价仅为每股50美元。根据格雷厄姆的理论，该公司的股价就被低估了12.50美元。如果格雷厄姆以每股50美元的价格投资该公司，1年内股票价格涨到了每股62.50美元，那么格雷厄姆就可以获得25%的投资收益率。但问题来了：如果该公司股票价格未能在1年时间内达到每股62.50美元，那么他的投资回报将急剧下降。例如，该公司股票在第二年才达到62.50美元的内在价值，那么格雷厄姆的年复利收益率就降为11.8%；若该公司股票直到第三年才达到62.50美元的内在价值，那么格雷厄姆的年复利收益率就降为只有7.7%；在第四年才达到时，年复利收益率为5.7%；在第五年才达到时，年复利收益率为4.5%。而如果该公司继续以每股50美元的价格发售股票，那么格雷厄姆获得的回报就是一个大零蛋。

这样，价值实现问题就凸显出来了。如果投资价值未能实现，那么每等待一年，你的目标年复利收益率就不断降低。如果等待的时间相当长，最终你所实现的平均年复利收益率可能还不如银行的利息高。

格雷厄姆对这一问题的解决办法是寻求他所谓的“安全边际”（他从债券分析中引申而来的概念）。以这种方法为指导，格雷厄姆只投资于那些预期收益率为25%或者更高的公司，这样，他就有足够的安全边际来平稳度过数年时间。（预期收益指的是股票的市场价格与格雷厄姆所测定的该股票内在价值之间的差价。）通过这种方法，哪怕上市公司的股票花费了数年时间才涨到内在价值水平，格雷厄姆也能够保证自己获得丰厚的投资回报。

为了防止有些上市公司的股票可能永远都达不到其内在价值，格雷厄姆采用了将股票分散化的办法——正如前面所提及的，他可能会同时持有上百家甚至更多公司的不同股票。他还发起了一个计划，要求卖掉任何一只未能在两三年内达到完全价值的股票。格雷厄姆不是个真正的长线投资者。对格雷厄姆而言，投资达到其完全内在价值所花的时间越长，他的年复利收益率就越低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆最终发现，许多公司其实是无法进行分析的，而且其股票的内在价值也无法确定。为此，格雷厄姆设定的标准是，在证券分析师对某只股票进行分析，探索其内在价值之前，必须首先确定该上市公司有着良好的经营状况和稳定的收益。

对于格雷厄姆来说，稳定的收益就等同于可以预期的收益，只有具备了这一条件才可以进行更为精确的内在价值计算。因而，在这种要求稳定收益的原则指导下，格雷厄姆在估价过程中就会将那些不具备稳定收益的公司股票排除在外。

通过运用这些观点和理论，格雷厄姆开始限定投资领域。然而，尽管这种定量的推论能够在一定程度上反映一只股票的某些定性特征，却不能完全清晰地阐明该股票的成长情况。有了稳定的收益，人们可以对一只股票赋予某种内在价值，但这种稳定收益却不一定能反映出该股票的潜在经济动力。稳定的收益仅仅能够提供一种预期的可靠基础，从中人们得以对一只股票进行精确的数学计算。

巴菲特发现，即便是格雷厄姆的这种有效方法，也存在着很大的不确定性，可能令他长期持有的股票最终表现平平。巴菲特早年正是运用了格雷厄姆的理论，购买了沃那多公司（Vornado）、斯派瑞·哈奇逊公司（Sperry & Hutchinson）、丹普斯特·米尔制造公司（Dempster Mill Manufacturing）以及豪克斯德－科恩公司（Hochschild-Kohn）的股票，但所有这些股票的价值似乎都随着公司经济状况一起踏上了日渐衰落的不归路。

此外，格雷厄姆的方法论还强调，当一只股票价格达到其内在价值或者被持有两三年以后就应该卖掉。但巴菲特发现，每次他这样做时，尽管有一些利润，但不少利润都因为纳税而被侵蚀掉了。

巴菲特发现，这个问题的解决之道就蕴藏在查理·芒格和菲利普·费雪的投资哲学中，他们倡导应当只投资于那些价值不断扩展的优秀企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章
内在价值扩展理论

菲利普·费雪和查理·芒格发现，某些上市公司具有特定的经济状况，拥有一种可扩展的价值。尽管这样的一家公司可能会一直以低于其内在价值的价格卖出股票，但随着公司收益的增长，这只股票的价格最终将会上涨，直到能反映该公司得到改善的经济状况为止。

我们曾在第 7 章提到的通用食品公司的例子就是一个极好的证明。从 1979 年巴菲特开始购买这家公司的股票时起，通用食品公司的每股收益就一直在增长，直到 1985 年菲利普·莫里斯将该公司买下为止。随着通用食品公司盈利的增长，其股票的内在价值也在不断增长。而随着内在价值的提升，公司的股票价格也水涨船高。尽管股票的价格不断高涨，但相对于那些政府债券的收益来说，市场仍然低估了这只股票的价值，其价格刚好达到其内在价值，甚至还在内在价值之下。我们不妨来看一下。

在下表中我们可以看到，1979 年，通用食品公司每股收益为 5.12 美元，其股票的市场价介于每股 28 美元和 37 美元之间。每股 5.12 美元的收益相对于每股介于 28 美元和 37 美元之间的股价来说，相当于拥有介于 13% 和 18% 之间的收益率（5.12 美元 ÷ 28 美元 = 18%）。同样，我们可以看到，1979 年的政府债券收益率为 10%，以此计算的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话，每股通用食品公司的股票就与 51.20 美元的政府债券的收益相当 (5.12 美元 ÷ 0.10 = 51.20 美元)。这就是说，你必须购买价值 51.20 美元的政府债券才能得到每股 5.12 美元的年收益（51.20 美元 × 0.10 = 5.12 美元)。

年份	每股收益	股票售价	相对内在价值*	政府债券收益率**
1979	5.12 美元	28～37 美元	51 美元	10.0%
1980	5.14 美元	24～35 美元	43 美元	11.9%
1981	4.47 美元	28～35 美元	34 美元	13.1%
1982	5.73 美元	29～48 美元	54 美元	10.6%
1983	6.10 美元	37～54 美元	51 美元	11.9%
1984	6.96 美元	45～60 美元	60 美元	11.6%
1985	菲利普·莫里斯以每股 120 美元的价格购买。			

* 相对内在价值：表示相对于政府债券的内在价值。它表示的是在特定的年份中，要获得与每股通用食品公司股票相当的回报率所需购买的政府债券的金额。这种估算方法将在第 34 章中详细介绍。

** 政府债券收益率：表示在特定的年份中，政府债券的平均收益率。

如果按照格雷厄姆的理论指导，在 1981 年，当通用食品公司的股票市场价格开始反映相对于政府债券收益的公司内在价值时，巴菲特可能就应该将自己持仓中的通用食品公司股票卖掉；在 1984 年，当通用食品公司的股价涨到每股 60 美元，已经反映出每股收益增长时，巴菲特也应当将其卖掉；同样根据格雷厄姆的理论，当巴菲特持有该股票超过了两三年，而其价格却无任何上涨的迹象时，还是应当将其卖掉。

但正是由于通用食品公司是属于那种具有扩展价值的企业，巴菲特坚定了自己的持仓。尽管该公司股票某些时候会以低于其内在价值的价格卖出，但市场价格仍在不断上涨。巴菲特明白，该股票的市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格最终是会上涨的，因为该公司良好的经济状况保障了它能够有长期的经济增长，这会表现在每股收益的增长上，而股票市场最终将会用该股票价格的上涨来反映其每股收益的增长。

从费雪和芒格理论中的基本原理出发，巴菲特认识到，股票市场最终会反映通用食品公司股票的完全价值。即便不能，该股票的价格也会不断上涨，因为股票的市场价值是随着公司内在价值的增长而不断增长的。可以用这样一个比喻来解释格雷厄姆的理论：从短期来看，市场就像一台投票机，如何投票是被幻想、恐惧和贪婪所左右的；而从长期来看，市场则像是一台称重机，将会根据上市公司的内在价值来评判筛选一家公司。

尽管在 1979 ~ 1985 年，金融市场风云变幻，但巴菲特以市场价格购买的通用食品公司股票总能保证他获得至少 13% 的收益率，而且常常还接近 20%（需要记住的是，巴菲特总是将公司所保留的每股收益作为其收益）。巴菲特所关心的，只是通用食品公司是不是属于利润会不断增长的这种性质的企业，以此来保障并不断扩展其预期的收益率。

因此，到了 20 世纪 70 年代，巴菲特开始发现，格雷厄姆的投资方法——对任何便宜的股票进行分析和购买——其实并非理想的策略。巴菲特发现，那些平庸的企业其实很难具有可预期的收益。相比之下，内部经济状况较差的企业更是如此。尽管这样的企业可能在某一段时间看起来有很好的市场前景，但激烈的商业竞争最终将大浪淘沙，使这些不具备长期盈利能力的企业无法实现价值增长。

他还发现，那些普通或者平庸的企业由于在市场中的表现差强人意，市场反过来对它们也缺乏关注的热情，最终形成了一种惨淡的结果：其股票价格难以说明任何问题。巴菲特发现，即使市场能够缩小其市场价格和预期内在价值之间的差距，这样的股票收益也微不足道，因为其收益是被限定在内在价值和市场价格之间的。此外，资本利得税也会从投资者的收益中划走相当一部分。正是由于这种企业的内部经济状况不佳，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资于这类企业就犹如坐上了一条哪里也去不了的小船。

巴菲特曾经这样描述格雷厄姆的投资策略：投资者以足够低的价格买进了一家公司的股票，希望不久的将来能够有积极的事件发生，使得该企业的财富不断增长，从而保证投资者卖掉其股票时能够获得适当的收益。这种足够低的价格能够提供一种安全边际，投资者也因此避免了遭受长期的资金损失。

但巴菲特发现，许多事件将导致公司的财富无法增长，甚至适得其反，导致其财富不断减少，从而使得投资者要么割肉卖出自己的股票，要么被深套而艰难支撑。

此外，如果这种事情真的发生，资本利得税的沉重负担也会令投资者雪上加霜，很大一部分收益都不得不被纳税所蚕食。

巴菲特在这种投资方法中的重大发现就是：一个平庸的企业极有可能保持一种平庸的运营状况，投资者在这种公司股票上的投资也往往平淡无奇，最初以低廉价格购买该股票的种种优势都将被偏低的投资回报所抵消殆尽。

巴菲特深知，路遥知马力，时间的冲刷将会使那些优秀的企业脱颖而出，而平庸的企业将逐渐淡出。

巴菲特同样发现，在经济状况方面，优秀的企业和平庸的企业截然不同。如果投资者买入了优秀企业的股票，这些优秀企业的价值将不断扩展，相比之下，那些平庸企业则往往原地踏步，不能实现价值增长。巴菲特意识到，这种不断扩展的价值最终将会推动股票市场价格的不断上涨。

这种优秀企业价值扩展的现象还有另一个好处：如果价值持续增长，那么长期持有这种投资就比卖出更有意义。这样一来，巴菲特就将资本利得税的缴纳延期至遥远的未来，从而可以充分享受复利投资的丰厚回报了。

巴菲特喜欢用两个例子来说明这一点，《华盛顿邮报》的例子就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其一。1973 年，巴菲特花9 731 000美元购买了大约1 727 765股《华盛顿邮报》的股票，此后他一直持有该股。到 1997 年，这笔投资已经价值 6 亿美元之巨。经过 24 年时间，巴菲特在这项投资中获得了相当于 18. 7% 的平均年复利收益率。

现在试想一下，如果能够投资一只年利率为 18. 7% 的债券，其所有的支付利息将会使你获得 18. 7% 的收益，这的确是笔不错的投资。这正是巴菲特所做的，他在自己对《华盛顿邮报》股票的投资中获得了这种收益，在长达 24 年的时间里，获得了 18. 7% 的年复利收益率。

尽管巴菲特也承认，在这 24 年中，《华盛顿邮报》的股票有时也会以高于其内在价值的价格进行交易，但他仍然坚持持有这笔投资。之所以如此，是因为他知道这是一只好股，而要充分发挥复利投资的优势，就必须将其长期持有。

巴菲特在盖可保险公司（GEICO）的投资也与此类似。巴菲特于 1972 年购买了该公司价值约45 713 000美元的股票。到 1995 年，这笔投资的价值已经增长到约1 759 594 000美元。这样算来，巴菲特所获得的平均年复利收益率约为 17. 2% 。GEICO 也就成为巴菲特所赞赏的又一家优秀企业。（实际上，巴菲特非常乐于购买这家公司的股票，以至于在 1996 年，他出资买入了该公司剩下的所有股份。这显然是明智的。）

可口可乐公司的例子巴菲特也乐于提及。1919 年，该公司以每股 40 美元的价格上市。如果那时你以每股 40 美元的价格买入了 1 股，一直持有到 1993 年，其间将所有的分红都用于再投资，那么当初的 1 股在 1993 年的价值就已经涨到超过 210 万美元了，这相当于获得了 15. 8% 的投资年复利收益率。

面对价值实现的问题，巴菲特开始意识到，格雷厄姆不分企业性质，只图便宜而购买任何股票的投资策略并不可取。于是，巴菲特将费雪和芒格的投资理论融入到自己的投资理念中，关注那些优秀企业的扩展价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章 平庸的企业

巴菲特之所以成功，关键之一就在于他创造出了一种方法，能够确定他所投资的企业到底是一家能够年复一年带来丰厚投资回报的罕见的优秀企业，还是一家内部经济状况平庸，只能带给他极少收益的碌碌无为的企业。

为便于思考分析，巴菲特通常将投资对象分为两种不同类别：

1. 一般的商品类企业，巴菲特认为这类企业总会发生各种不尽人意的情况；

2. 优秀企业，巴菲特认为这类企业具有一种“消费垄断”的特征。

巴菲特发现，消费垄断型企业的潜在经济状况对股东最为有利，并且这些股东往往会作为一个群体超越市场表现。

我们首先来看一下，为什么与消费垄断型企业相比，商品类企业并不是一种适宜的投资对象。

商品类企业

我们所说的商品类企业，其商品售价是决定消费者购买决策的最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要因素。在我们的日常生活中所接触到的最简单和最明显的商品类企业包括：

- 纺织品制造企业
- 食品原料（如大米和玉米）生产企业
- 钢铁生产企业
- 天然气石油公司
- 木材企业
- 造纸企业

所有这些公司在市场上出售商品时，都存在相当激烈的竞争。而其商品价格则是决定消费者购买决策的最重要的驱动因素。

比如说，消费者在购买汽油的时候，尽管汽油公司力图使消费者相信自己的品牌优于其他品牌，但消费者更关注价格，而不是以品牌作为决策基础。价格才是真正的决定因素，水泥、木材、砖块、计算机存储器和处理芯片等其他商品都是如此（尽管英特尔公司试图改变这一情形，给其处理芯片打上品牌烙印）。

我们应当承认这样的事实，当我们购买玉米时，只要它是玉米，吃起来是一个味道，我们就不会在意它是从哪家店买来的玉米。这类商品的竞争十分激烈，形成了一个非常具有竞争性的市场，而在此过程中，就形成了这类商品极低的利润率。

在商品类企业中，低成本企业最终将胜出。原因是低成本的企业在同行中具有更大的定价自由。成本越低，其利润率就越高。这虽然是一个很简单的概念，却有着深刻的内涵。因为要实现成本降低，企业必须保持生产工艺的不断进步，以保证企业的市场竞争力。这就需要额外的资本开支，从而会吞噬留存收益。如果将这部分开支用于新产品开发和投资其他企业，企业价值可能会增长。

上述情况通常是像这样：A 公司改进了生产工艺，从而降低了生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产成本，提高了利润率。这时，A 公司便可以降低其产品价格，试图在与 B、C 和 D 公司的市场竞争中获取更大的市场份额。

这时，B、C 和 D 公司为了在竞争中不落下风，也循着 A 公司的路，同样改进了生产工艺。而后，B、C 和 D 公司也开始降低其产品售价，从而与 A 公司展开新一轮竞争。这样一来就降低了 A 公司通过改进生产工艺而提高的利润率，从而形成了一个周而复始的恶性循环。

当然，有时也存在着消费需求超出服务或产品供给的情况。例如，当安德鲁飓风横扫美国佛罗里达州以后，摧毁了数千房屋，使得胶合板的价格一飞冲天。那年，佛罗里达州所有的胶合板生产企业和经销商都获得了可观的利润。但需求的增加总会牵动供给的增加，而当需求减少以后，超额供给就会使价格与利润率再次回落。

此外，商品类企业的盈利完全依赖于管理人员的素质和智慧。如果管理人员不能深谋远虑，或者不恰当地配置资源而浪费了企业的宝贵财产，那么这样的企业就将失去低成本优势，在与同行的激烈竞争中可能面临财务困境。

从投资角度来看，在巴菲特所划分的这两类企业中，商品类企业在为股东带来价值增长这方面也乏善可陈。首先，由于价格竞争的存在，这类企业的利润都很低，因而不太可能将资金用于扩大生产或者投资有利可图的新项目。其次，即使它们能够赚到一定的钱，这些钱也往往被用于更新厂房设备等，以保护自己不至于在日益激烈的竞争中落后。

商品类企业有时也会开发一些独具特色的产品以区别于其他同类产品，并向消费者大肆宣传，试图令消费者相信它们的产品比竞争对手更胜一筹。有时，制造企业还会对产品进行比较有益的改造，以在竞争中保持领先。这样做的确可能有一定的效果，但问题是，无论怎样做，对于商品类企业的产品而言，如果消费者选购产品时仅仅考虑价格来进行购买决策，那么最终在市场竞争中胜出的只能是那些成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更低的制造企业，而其他企业将步履维艰。

如果要举一家商品类企业的低劣投资性质的例子，巴菲特总爱提及柏灵顿实业（Burlington Industries）公司，这是一家生产纺织品的商品类企业。

1964 年，柏灵顿实业公司发行了 12 亿美元的股票，拆分调整后价格为每股 30 美元。在 1964 ~ 1985 年间，柏灵顿实业公司进行了约 30 亿美元的资本支出，相当于每股 100 美元，用于企业改造，以提高生产效率、增加利润。这项支出中的大部分都被用于改进成本和扩大生产。尽管该公司在 1985 年曾宣布销售额为28 亿美元，但扣除通货膨胀因素后，实际销售额是呈下降趋势的。与 1964 年相比，销售和权益回报也大大下降。1985 年该股票价格为每股 34 美元，仅比 1964 年的股价略高。21 年的企业营运和多达 30 亿美元的花费最终却只为股东们带来了微乎其微的收益。

在整个纺织业，柏灵顿实业公司的管理人员可算得上出色能干，但问题出在纺织这一行业本身。过度竞争导致了整个纺织业的生产能力过剩，生产能力过剩又会加剧价格竞争，这也就意味着利润的减少，从而降低企业收益，最终使公司股票的表现不尽如人意，令股东们大失所望。

巴菲特常爱讲一句话，优秀的管理人员遇到缺乏前景的行业，不是去驾驭行业，而是被行业所埋没。

鉴别商品类企业

商品类企业不难识别，它们销售的产品有其他许多企业也在销售。其特征包括：利润率低、股东权益（总资产减去总负债）回报率低、品牌忠诚度低、存在较多同类生产厂商、所属产业生产能力严重过剩、利润反复无常、盈利状况几乎完全取决于管理者有效利用厂房和设备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等有形资产的能力。

商品类企业具有如下的最基本特征：

- *利润率低*。较低的利润率是价格竞争的结果——一家企业降低自己的产品价格，目的是为了与其他的企业竞争。
- *股东权益回报率低*。较低的权益回报是商品类企业的重要特征。在美国，企业的平均股东权益回报率约为 12%。因此，只要是低于 12% 的权益回报率，就可认为是由于商品类市场和定价机制所造成的不良经济后果。
- *缺乏品牌忠诚度*。如果你所购买的产品其品牌名称毫无意义，那么就可以断定你接触到的是一家商品类企业。
- *存在较多同类生产厂商*。当你走进一家自助加油站，可能会发现七八种不同品牌的汽油，其售价不相上下。众多生产厂商的存在，引发了市场价格竞争，而价格竞争带来了较低的利润率，较低的利润率就不可避免地降低了股东收益。
- *所属产业生产能力严重过剩*。一旦一个产业内存在着过剩的生产能力，除非这种过剩的生产能力随着需求的增加逐步消失，否则无论哪家企业也休想在需求增长中获益。只有在过剩的生产能力消失之后，产品价格才有可能开始上涨。然而，一旦价格开始上涨，管理者总是按捺不住要扩大经营，梦想着有一天成为企业界的龙头老大。当股东们的口袋由于市场需求与价格的上扬开始鼓起来时，管理者就开始做一件耗资巨大但又无益的事。他们会扩大生产，在此过程中扩建更多产能，岂知最后结果反倒证明了他们的愚昧。

问题就在于，一街之邻的其他同类企业也会有同样的想法。在其他企业也纷纷效法之后不久，我们可能又回到了起初那种生产能力过剩的状况之中。生产能力过剩就将导致价格战，价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格战将降低利润率，从而减少企业盈利。因此，一切又回到原点。

- 利润反复无常。商品类企业的一个显著特征就是利润极度不稳定，查一查公司在过去7～10年间的净利润，结果通常能显示该公司是否具有此特征。

若某公司每股收益的情况像这样，你可能就得怀疑它是商品类企业。

年份	每股收益
1987	1.57 美元
1988	0.16 美元
1989	0.28 美元
1990	0.42 美元
1991	-0.23 美元（亏损）
1992	0.60 美元
1993	1.90 美元
1994	2.39 美元
1995	0.43 美元
1996	-0.69 美元（亏损）

- 盈利状况几乎完全取决于管理者有效利用厂房和设备等有形资产的能力。如果一家公司的盈利能力几乎完全依靠管理人员有效使用有形资产的能力，比如对厂房、设备等有形资产的利用，而不是对专利、版权和品牌等无形资产的利用，那么这家公司可能就属于商品类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小　　结

请记住，如果价格是购买某种产品时最重要的考虑因素，那么你极有可能是在购买一家商品类企业的产品。从长远来看，这样的企业顶多能带给投资者相当于平均水平的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

如何鉴别优秀企业
——巴菲特好运的关键所在

正如我们所知，巴菲特一直致力于寻找那些经济状况良好、能够可靠预测其未来收益的公司作为投资对象。在巴菲特的投资生涯中，他找到了不少这样的公司，这些公司销售的产品或者提供的服务都具备他所谓的“消费垄断”特征。

收费桥就是一种典型的消费垄断形式。作为消费者，如果想要以不游泳和不坐船的方式通过一条河，就只能选择过桥，而要过桥就必须得缴纳这样一笔过桥费。这样一来，在某个特定的地方设立一座收费桥就是一种对过河的垄断。又比如，如果一个大的城镇只有一家报社，也会出现这种垄断。如果你要在这家报纸上做广告，就只能按照报社的定价付费，要么就别做广告，没有别的选择。因为这种消费垄断的存在，收费桥和报社都具有极大的定价自由，从而可以给股东带来丰厚的利润。

在本章中，我们将介绍如何鉴别具有消费垄断特征的优秀企业。这就是本书中“巴菲特想要买什么”这部分的内容。巴菲特想要买的，正是能够提供具有消费垄断特征的产品或服务的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特寻找具有消费垄断特征的公司

为了理清思绪，我们不妨回顾一下过去，看看以往的思想家们对消费垄断的投资价值是如何看待和评价的。

1938 年，一名就读于约翰·霍普金斯大学的富有进取心的学生劳伦斯·N·彭博（Lawrence N. Bloomberg），在他的博士毕业论文中对消费垄断的投资价值进行了研究。在这篇题为《商誉的投资价值》（*The Investment Value of Goodwill*）的论文中，彭博比较了消费垄断型企业与商品类企业。他认为，商誉能够创造巴菲特所谓的“消费垄断”力量。他在论文中写道，商誉虽是一种心态，却附着于企业，因为它能吸引买家，使买家对该公司和它销售的产品产生依恋。

彭博认为，消费者的商誉意识可能与企业的诸多因素相关，比如便利的地理位置、谦恭有礼的企业员工、快捷的递送服务以及令人满意的产品等。他还认为，广告能够在增强消费者商誉意识的过程中起到持久而具有说服力的效果，它可以使得某种特定的产品或商标深入人心，令消费者在购买这样的产品时印象深刻。有时，通过占有某种工艺和专利，一家公司就可以提供一种与众不同甚至只有些许不同的产品，从而达到吸引消费者的效果——可口可乐公司的秘密配方就是一个例子。

彭博说，由于上述因素的存在，公司可以获得更好的结果——更高的股东权益回报率、更高的利润增长、更好的股票业绩表现——这样一来，无论经济状况景气还是委靡，这些公司的股票最终都能在市场中胜出。

巴菲特发明了一种概念测试方法来检验企业是否存在这种消费垄断。他设计了这样的测试问题：如果拥有数十亿美元的资金（他确实是有的），而且能够挑选出全国顶尖的 50 名经理（他也确实可以做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到），能不能开创一家新的企业来与其竞争并且胜出呢？

如果答案是一个彻底的“不”，那么可以断定，所测试的这个企业就具有某种巨大的消费垄断力量。

巴菲特认为，对消费垄断强度的真正测试，是要看即使不以赚钱为目的，竞争对手能够对这样的企业造成多大的损伤。有对手能够和《华尔街日报》竞争吗？可能你付出了数十亿美元的代价，却丝毫不能减少它的读者群。你能创建一个口香糖公司和箭牌公司（Wrigley）平起平坐吗？有许多挑战者跃跃欲试，却均以失败收场。此外，还有好时（Hershey）巧克力和可口可乐呢？

有一次我曾驾车行驶在印尼的丛山中，途中将车停靠在路边的一个店铺前，想要买点饮料。在这个远离了美国物质文化的偏僻角落，这个店铺却只卖一种碳酸饮料，那就是可口可乐。

想想可口可乐吧，想想全世界都有多少地方在卖！每个加油站、电影院、超市、餐馆、快餐连锁店、酒吧、酒店、体育场……可口可乐无处不在。几乎可以断言，在美国的每座高楼大厦里，都有可口可乐的自动售卖机等待着你投币呢。可口可乐就是这样一种广受欢迎的饮料，使得商店和餐馆不得不销售它。如果不销售的话，商店和餐馆就将失去很多销售收入。你还能再举出其他品牌的例子是所有商家都不得不卖的吗？

现在，如果要和可口可乐公司相抗衡，你必须拥有相当于两个通用汽车公司的雄厚资本，但即使这样，你仍然极有可能失败。因为你面对的是一个不可撼动的消费垄断型企业！我个人就曾买过上千瓶可口可乐饮料。你呢？你的孩子呢？

万宝路香烟又何尝不是如此？让一个习惯抽万宝路的人改抽其他牌子的香烟，这容易办到吗？

就我个人而言，进行判定消费垄断的测试可以问这样一个问题：如果有人给我一种权利，可以拥有像万宝路或者好时这样的品牌，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者像可口可乐那样的秘密配方，那么像所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）或者高盛公司（Goldman Sachs）这类的投资银行会不会愿意为我筹集数十亿美元，供我创办这样的企业呢？如果答案是“会的”，那我就应该为发现消费垄断型企业而举杯庆贺了。

倘若你是当地唯一一家自来水公司的所有者，你应该会赚大钱。但是，自来水业从来都是被监管的对象。电力公司也是如此。它们都是非常棒的企业，但由于管制问题，所有者不可能赚取更丰厚的利润。你想要拥有的是一家不受管制的自来水或电力公司。

但如此一来也会引发一个问题，即当投资群体都意识到这种企业存在的时候，这家公司的股价就会变得异常高。由于股票的购买价格决定投资回报率，在这种情况下，你的回报率肯定会降低。所以问题的关键就是去发掘一种还没有被其他投资者识别的企业，或许就是要去寻找一家尚未脱颖而出的自来水公司。

彭博认为，拥有巨大消费垄断力量的企业之所以有高额盈利，其中一个很重要的原因就是，这样的企业不会过度依赖土地、厂房和设备等资本性投资。而在普通商品类企业中，这些固定费用和财产税却显得尤为突出，将占据生产成本的很大一部分。

相对来说，消费垄断型企业的财富主要来自于无形资产，比如可口可乐的秘密配方或者万宝路的品牌名称。因为美国联邦税和盈利密切相关，所以这类企业所上缴的税额会随着利润波动。而那些在固定资产方面投资较大的企业，例如通用汽车上缴的税额变化不大。当市场需求增加时，商品类企业就只能靠扩建厂房来满足消费者需求，但成本也会因产能扩大而剧增。

由于资金充裕，那些受益于消费垄断的企业几乎没有什么负债。像箭牌公司（口香糖制造商）和 UST 公司（咀嚼烟草制造商）这样的企业，它们资产负债表上的债务几乎为零。这就给了它们很大的主动性，能够自由投资其他获利更高的项目，或者回购自己公司的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，由于这些企业通常生产的是制造工艺和技术要求不高的产品，也就不需要复杂先进的设备，从而省去了很大一部分投资。同时，由于鲜有竞争对手，它们也可以长期利用自己的生产设备，充分发挥其效能。因为没有竞争对手，就意味着不用花费巨资来对设备和厂房进行更新改造。

拿通用汽车公司来说，它就是一家典型的普通汽车制造企业，其产品对价格十分敏感。通用汽车公司为了向市场推出一款新型小轿车，就不得不花费数十亿美元对生产设备进行更新和改造。即便如此，这种新型号产品也只能在竞争激烈的市场上风光短短几年，之后便会成为明日黄花，而这时通用汽车公司又不得不回到设计图板前开始新一轮的更新改造。

值得一提的是，从贸易产生的时候起，就存在各种形式的消费垄断现象。从与远东进行垄断贸易获取丰厚利润的威尼斯商人，到作为优质钢铁的消费垄断者的大英帝国，再到早期的美国西部，那里的柯尔特（Colt）和温彻斯特（Winchester）是响当当的手枪牌子，然后是德国，远近闻名的军火制造商克虏伯（Krupp）公司所生产的武器在两次世界大战的交战双方都可见到——这些企业的利润来源，都是消费者对其产品质量和服务需求的认知，消费者愿意花更多钱购买它们。

再想想通用电气公司吧，拜托马斯·爱迪生（Thomas Edison）所赐，公司得以成立并且获利惊人。通用电气先将发电技术秘诀卖给了一个国家，后来又向其公众销售电器、电灯泡、电动工具和冰箱等，这与吉列向消费者赠送剃须刀以使其购买吉列刀片的销售策略有异曲同工之妙。如今，通用电气已经成为全美最强大的企业之一，它的成功来源于在 20 世纪初所积累的巨额资本，而那时它是当地唯一的运营商。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章
有助于判别企业优秀与否的9个问题

消费垄断力量是一家优秀企业所具有的重要属性。除此之外，巴菲特发现，一家优质企业还具有其他一些重要特征，这些特征可以帮助我们进行判别。

我发现，如果将这一分析分解为一系列的问题可能更便于理解。巴菲特在判断企业是否具有消费垄断性质、是否具有良好的经济状况、是否采取了以股东为导向的管理方式时，也同样设置了类似的一组问题：

下面我们就来看看这些问题：

1. 该公司具有可识别的消费垄断性质吗？
2. 该公司盈利丰厚并且显示了强劲的上升趋势吗？
3. 该公司的债务负担重吗？
4. 该公司一贯保持了较高的股东权益回报率吗？
5. 该公司会留存自己的收益吗？
6. 该公司维持目前的营运需要多大花费？
7. 该公司有足够的留存收益用于新项目投资、扩大营运和股票回购吗？管理人员表现如何？
8. 该公司能够对价格进行自由调整以适应通货膨胀吗？
9. 由留存收益所增加的价值能提升该公司的市场价值吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这9个具有代表性的问题将带来全新的发现。这有点像帮你预测相亲成功概率的大小。结过婚没？上过大学没？是否有个好工作？打不打鼾？我们在投资时，也会做同样的预测。正如巴菲特所说，在投资领域，你最好把自己扮演成天主教徒，一旦结婚就是一生一世。这样一来，你在选择投资对象的时候也会像选择配偶一样谨慎——因为没有后路可退！

下面我们来详细分析这9个问题。

问题1：该企业具有可识别的消费垄断性质吗？

我们在前面已经讨论了消费垄断的问题，提及了收费桥的例子。事实上你首先应当问的问题就是：这里存在消费垄断吗？这种消费垄断可能是人们所依赖的一种品牌产品或者是一种关键服务。由于产品相对服务来说更易识别，所以我们先从产品开始。

到便利店、超市、药房、酒吧、加油站或是书店逛逛，在进去之前，先问问自己：哪些牌子的产品是这些商家必须销售的？若不销售这些产品，对于管理者来说就是愚蠢的行为。把这些牌子的产品都列出来。

现在进店看看里面的商品。当然，可能有各种各样的广告扑面而来。如果有你清单上所列的品牌名称出现，你立即就会认出来。这时你就极有可能找到了一种消费垄断型产品。

说出一种可以在全美任何报摊上买到的报纸——《今日美国》。告诉我一种在世界各个地方都能买到的碳酸饮料——可口可乐。说出一种每个便利店都会卖的香烟——万宝路。谁拥有孩子们百看不厌的影片《小美人鱼》的版权？迪士尼。你的孩子每天早餐吃的麦片是什么牌子的？你每天早上使用的是什么牌子的剃须刀片？只要到你当地的超市去看一看，你的思路就会豁然开朗，这些例子真是举不胜举。

相比之下，那些提供服务的消费垄断型企业就难以识别。主要应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当关注的是广告领域——电视网络和广告代理商——以及那些金融服务商，例如信用卡公司（不用担心，本书后面将用整整一章来详细讲解到什么地方去寻找具有消费垄断性质的企业）。

但是，生产名牌产品的企业不一定是优秀的企业，并且有时候管理者也并不能充分利用消费垄断力量的优势。

正因如此，当产品和服务向你铺天盖地袭来时，你必须对这些公司及其管理进行定性或定量的分析。寻找好的产品只是我们开始的第一步，一种好的产品并不意味着生产它的企业就是一家优质企业。

问题 2：该公司盈利丰厚并且显示了强劲的上升趋势吗?

具有消费垄断力量固然是一个重要的有利条件，但管理者的水平不高、管理不善也可能导致公司每年盈利动荡起伏。巴菲特所寻找的是那些具有丰厚盈利并且显示了上升趋势的公司。

从历史盈利情况来看，以下哪家企业可能属于消费垄断型企业?

公司 I		公司 II	
年份	每股收益	年份	每股收益
1987	1.07 美元	1987	1.57 美元
1988	1.16 美元	1988	0.06 美元
1989	1.28 美元	1989	0.28 美元
1990	1.42 美元	1990	0.42 美元
1991	1.64 美元	1991	-0.23 美元（亏损）
1992	1.60 美元	1992	0.60 美元
1993	1.90 美元	1993	1.90 美元
1994	2.39 美元	1994	2.39 美元
1995	2.43 美元	1995	0.43 美元
1996	2.69 美元	1996	0.69 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果是巴菲特，他一定会对公司Ⅰ更感兴趣。从表中可以看出，公司Ⅱ的每股收益反复无常，很难预测。尽管公司Ⅱ的产品竞争力可能很强，但却存在某些因素令其盈利剧烈动荡。

反观公司Ⅰ的情况，其每股收益的统计表明，它不仅是一家拥有消费垄断型产品的公司，而且该公司的管理人员还善于将这种优势转化为实际的股东价值。

问题3：该公司的债务负担重吗?

巴菲特倾向于那些没有债务负担的公司。如果一家公司拥有消费垄断力量，那么它往往会拥有充裕的资金，并且没有长期债务的负担。巴菲特最为钟情的箭牌、UST和国际香料香精（International Flavor & Fragrances）等公司都几乎没有或者根本没有长期债务。而巴菲特手中表现优异的股票，像可口可乐和吉列公司的股票，其公司长期债务都不超过当前净盈利。

有时候，一家具有消费垄断性质的优秀企业也有可能会增加大量负债，目的是收购其他企业。例如，资本城公司（Capital Cities）就曾将其长期债务增加了一倍以上，以收购美国广播公司（ABC）的电视和广播网络。如果是这种情况，你就必须弄清楚所收购的企业是否也属于消费垄断型。本例就是如此。但如果所收购的企业不是消费垄断型，那可要小心了!

当长期债务是用来收购其他公司时，应当把握如下原则：

- 两个消费垄断型企业的联姻常常是精彩而完美的。它们都在不断地创造巨额财富，要不了多长时间，债务山就会变为平川。
- 一个消费垄断型企业和一个商品类企业的联姻通常是平庸无为的。因为商品类企业会侵蚀消费垄断型企业的利润，以支撑自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身糟糕的经济状况，而用于偿还新债务的资金所剩无几。例外情况是，商品类企业管理者利用公司现金流兼并一个消费垄断型企业，联姻之后，放弃吞噬资金的商品类业务。

- 两个商品类企业的联姻多半意味着噩梦的开始。它们都不能创造丰厚利润以偿还债务。

在寻找优秀的企业时，应当寻找那些拥有消费垄断力量并且债务负担少的企业。如果一家具有消费垄断力量的企业想要大幅举债收购其他企业，那么也只有收购另一家同样具有消费垄断力量的企业才是可行的。

问题 4：该公司一贯保持了较高的股东权益回报率吗?

巴菲特深知，较高的股东权益回报率将为股东们带来大量的财富。因此，他一直致力于对那些一贯保持较高股东权益回报率的公司投资。

要完全明白巴菲特何以对较高股东权益回报率如此垂青，我们不妨来看看以下分析。

所谓股东权益，是指一家公司的总资产减去总负债后的差额。它与房屋的产权类似。比如说你购买了一处房产用于出租，总共需要花费 20 万美元。其中你自己投资了 5 万美元，而另外的 15 万美元则是通过银行贷款筹集的。你所投资的 5 万美元就是你实际对该房产所拥有的产权。

当你将房子租出去后，从你所收入的租金中扣除各种开支、偿贷花费以及税费，剩余的总额就是你的权益回报。如果你将房子以每年 1.5 万美元的租金租出去，一年中你的各种开支共计 1 万美元，那么你每年就将从 5 万美元的产权中挣到5 000美元利润。也就是说，这 5 万美元的权益收获了5 000美元的回报，相当于 10% 的权益回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同理，如果你拥有一家资产价值为1 000万美元的企业，其负债额达400 万美元，那么这家企业的股东权益就是600 万美元。如果该企业的税后利润为 198 万美元，那么我们就可以计算出这家企业的股东权益回报率为 33%（198 万美元 ÷ 600 万美元 = 33%）。这就意味着 600 万股东权益能挣到 33% 的利润。

美国企业过去 40 年中的平均股东权益回报率为 12%，也就是说，从整体来看，美国企业的股东权益每年只能获得 12% 的利润。

这样的话，只要股东权益回报率高于 12%，就超过了平均水平；反之，低于 12% 的话，就在平均水平之下。而我们需要寻找的，显然不是那些低于平均水平的企业。

巴菲特所追求的是股东权益回报率持续高于平均水平的企业，而且不是说 12% 或者 13% 就罢了，而是 15% 甚至更高的回报率——当然越高越好。

让我们来看几个巴菲特曾经关注过的企业，了解一下它们具有什么样的权益回报率水平。

通用食品公司在巴菲特持股期间，平均股东权益回报率为 16%。可口可乐的股东权益回报率在巴菲特买进那年高达 33%，而后来的平均回报率也在 25% 左右。好时食品公司是巴菲特长期关注的对象，其 1986 ~ 1996 年间的平均股东权益回报率为 16. 7%。烟草和食品企业集团菲利普·莫里斯，同期的平均股东权益回报率为 30. 5%。巴菲特在买进资本城公司股票时，其股东权益回报率为 18%（后来，巴菲特在 1995 年将其兑换成数十亿美元现金，并大肆买进迪士尼公司股票）。巴菲特刚买进服务大师（Service Master）、UST、甘尼特（Gannett Corporation）、麦当劳这些公司股票时，其股东权益回报率分别为 40%、30%、25% 和 18%。

巴菲特坚信，持续的高股东权益回报率说明公司管理者不仅能够创造利润，还能将留存收益有效转化为股东利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要强调的是，“持续”这一点十分关键。巴菲特所追求的并不是偶尔的高回报率，而是一种能够长期持续的高回报率。

分析公司的权益回报

你所关注公司的股东权益回报率与下面哪家公司的情况类似？

公司 I		公司 II	
年份	股东权益回报率（%）	年份	股东权益回报率（%）
1987	28.4	1987	5.7
1988	31.2	1988	1.6
1989	34.2	1989	2.8
1990	35.9	1990	4.2
1991	36.6	1991	2.3
1992	48.8	1992	7.0
1993	47.7	1993	9.4
1994	48.8	1994	9.3
1995	55.4	1995	4.3
1996	56.0	1996	6.9

对巴菲特来说，他肯定更加钟情于公司 I，而不是公司 II。公司 II 的权益回报率显然太低了，相比之下，公司 I 却显示了很高的权益回报率，这也表明它从消费垄断中获益匪浅。

巴菲特之所以对具有较高权益回报率的公司钟爱有加，还有其他许多原因，本书将在第二部分进行更为详细的介绍。然而，高权益回报率无疑是优秀企业的重要标志。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题5：该公司会留存自己的收益吗?

在1934年版的《证券分析》一书中，格雷厄姆向读者们介绍了埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）。此人曾于1924年写过一本有关投资的书，叫做《股票要长捂》（*Common Stocks As Long-Term Investments*），由麦克米兰公司（Macmillan）出版。在书中，史密斯提出这样的观点：从理论上说，只有当公司盈利高于股息支付，并且留存收益能够增加公司净值时，其普通股价值才会增加。举个典型的例子，一家企业的股东权益回报率为12%，股息支付为8%，则留存收益为4%。倘若每年如此，股票价值就会增加，年复利收益率为4%。

从这一观点出发，史密斯解释了普通股价值增加的原因在于：留存收益被用做扩大营运的再投资，资产价值的累计就促使股票价值增加。但格雷厄姆也告诫我们，不是所有的企业都会将留存收益再投资以扩大企业规模。事实上，大多数企业必须将留存收益花费在维持现状方面，也就是更新厂房和设备（后面我们将对这一问题进一步讨论）。对于任何企业来说，要预测其未来收益可能都是很困难的，存在着许多变数。这也就是说，对未来收益进行预测也许会充满潜在的风险。

巴菲特认为，格雷厄姆对史密斯分析的评论在通常情况下是正确的，但消费垄断型企业例外。他发现，长期来看，消费垄断型企业留存收益的回报率远远超过平均水平。简而言之，这类企业根本不需要将留存收益用做升级厂房和设备，或者研发新产品，但可能将其用于收购新企业或扩大核心盈利业务的营运。

所以，我们都应当投资于那些能够将收益留存，且不需要将自己的利润用于高比例股息发放的企业。这样，股东们才能真正享受到复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利的好处，而这就是通往富裕之路的秘诀所在。

问题 6：该公司维持目前的营运需要多大花费?

正如我们所说，赚钱是一回事，留存收益是另一回事，不用将收益用于维持生产现状又是一回事。巴菲特觉得，要将史密斯的理论付诸实践，他必须投资这样的公司：（1）能够盈利；（2）支付股息后能有留存收益；（3）不需要将所有的留存收益用于维持生产现状。

巴菲特发现，非消费垄断型企业所需资本规模巨大，以至于公司很少或没有资金来增加股东收益。

我们来看个例子。某公司 1 年盈利 100 万美元，并将其全部留存，但公司每隔 1 年就得在更新厂房和设备方面花费 200 万美元以扩大生产，这样一来公司根本就不赚钱。两年后，公司盈利 200 万美元，开支也为 200 万美元——这意味着公司收支刚好持平。在巴菲特看来，理想的情况应是：盈利 200 万美元，而且没有更新厂房和设备方面的开支。

早年，当巴菲特在内布拉斯加大学的奥马哈商学院夜校讲授投资时，他就常常向学生们讲述这一课，内容涉及公司资本需求及其对公司股东财富的影响。在授课中，他常常将美国电话电报公司（AT&T）和汤姆森出版公司（Thomson Publishing）过去的营运情况用做案例。

首先，巴菲特会指出，AT&T 在瓦解之前并不应当是投资者心仪的对象。该企业虽然盈利颇丰，但面临管制，并且技术研发和基础设施费用十分高昂。为了扩大生产，AT&T 公司就靠发行新股和借债进行融资。

而汤姆森出版公司旗下有许多报纸；并且这些报纸在当地都是独家经营，盈利丰厚。对于报社来说，在初次投入印刷设备以后，股东无须再拿出大量资金做资本性投入。因此，汤姆森出版公司有充足的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金购买其他报纸，从而使其股东更加富有。

由此可知，一家公司仅是由于资本投入才实现了价值增加，而另一家公司并没有通过这种途径，同样实现了增值。

不妨看看通用汽车公司的记账簿。从1985年初到1994年末，通用汽车公司每股收益约为17.92美元，而每股派发的股息则达到了20.60美元。在此期间，公司却花费了大约每股102.34美元用于设备改造。你显然会问：如果通用汽车公司这段时间内每股收益只有17.92美元，而派发的股息却为每股20.60美元，这用于派发股息所缺的2.68美元和进行设备改造所需的102.34美元资金从何而来呢?

事实上，从1985年初到1994年末，通用汽车公司总共增加了约330亿美元的债务，相当于每股增加了43.70美元的债务。此外，公司同期还额外发行了1.32亿美元的普通股票。公司的每股账面价值大跌34.29美元，从1985年的每股45.99美元跌至1994年的每股11.70美元。在这样的情况下，公司还能增加股东的财富吗?当然不可能了。

1985年初，通用汽车公司的股价为每股40美元，10年之后，到1994年末，也许你也能猜到，仍然是每股40美元。所以，虽然历经10年的苦心经营，债举330亿美元之巨，发行了价值1.32亿美元的新股，通用汽车公司的股价却没有任何起色。而投资者所获得的年收益也仅局限于派发的每股20.60美元股息，相当于只有5.8%的税前年复利收益率。如果再扣除通货膨胀的影响和纳税，投资者实际上还在亏损。

通用汽车公司之所以需要巨额的资金投入，其原因在于公司所生产的产品——轿车和卡车——总是在不断更新。这也就是说，通用汽车公司的生产车间必须不断更新以适应产品型号的改变，而这就需要通用汽车公司进行大量的资本支出来维持这种生产营运模式。

还有一个例子可以说明问题。我曾与一家公司的老板共进午餐，这家公司主要从事美国全内布拉斯加州范围内公路的沥青铺设。经过一段时间的攀谈，这位老板透露，他的公司每年大约能够净赚20万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。但他同时也承认，大约每隔 4 年，他们就必须对全部设备进行更换，而每更新一次的花费大约为 60 万美元。所以，实际上这位老板每年只能挣到 5 万美元。

巴菲特总是寻找那些很少更新厂房和设备、不需要昂贵而持续的研发费用的消费垄断型企业，这些企业所生产的产品永远不会被遗弃，并且生产流程简单，很少或没有市场竞争。独家经营的报社、棒棒糖制造商、口香糖制造商、剃须刀制造商、软饮料公司、酿酒厂——这些都是巴菲特中意的企业类型。消费者不愿意看到它们的产品发生改变，既然产品可预测，那么收益自然也可预测。

问题 7：该公司有足够的留存收益用于新项目投资、扩大营运和股票回购吗？管理人员表现如何？

巴菲特所定义的优秀企业必须具有一个关键的特征，即有能力将其未分配的利润用于新的商业投资，从而获得额外的高回报。

还记得小巴菲特和他的弹球机吧？如果他只有一部弹球机，也不扩展业务，而是把从这台弹球机所赚的钱都存进银行的话，那他的权益回报率也就是银行所支付的存款利率。

但是，如果小巴菲特将赚来的钱都投资到一个回报高于银行账户的新业务上，那他就将获得更高的权益回报率，成为更富有的所有者/股东。

我们可以这样来看：假如我 10 年内每年给你 1 万美元，而你将这 10 万美元锁进抽屉攒起来，那么 10 年之后，你一共可以攒到 10 万美元。

而如果你将每年的 1 万美元存进银行，享受 5% 的年复利收益率，那么 10 年之后你将会得到132 067美元！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，我们假设你掌握了巴菲特的投资秘诀，能够以23%的年复利收益率进行再投资的话，那么10年之后你的账户上一共将有370 388美元！无论是比起放在抽屉里的10万美元还是比起存进银行账户所获得的132 067美元，这笔收益都整整多出了二三十万美元！

如果我们能够将23%的年复利收益率保持20年，那么复利的巨大效益更将显现无疑，我们的资产总额将达到3 306 059美元！这笔钱绝对比锁在抽屉里20年能够存下的20万美元要多得多，也绝对比以5%的年利率在当地银行中存20年获得的347 193美元要多得多！

巴菲特认为，如果一家公司能够使用其留存收益获得高于平均收益率的回报，那么最好是将这些利润继续保留在企业中。他曾多次指出，只要伯克希尔－哈撒韦公司能够利用留存收益获得平均水平以上的收益率，哪怕该公司将这些利润全部保留起来，他也绝对不会不高兴。

巴菲特在投资中正是秉承了这一投资哲学，并且还将其运用到那些他不是很感兴趣的企业中。他相信，如果一家企业曾经或有希望利用留存收益获得较好的回报，那么对于股东们来说，就应当让企业继续保留这些利润并进行更为有利的投资。

需要注意的是，如果企业资本需求低，但利用资本获得高回报率的前景不大，或者管理者曾把留存收益投资于盈利水平低的项目上，那么在这种情况下，巴菲特认为利用资本的最佳途径为支付股息或回购股票。

当留存收益被用来回购股票时，公司能有效购买自己的财产，并能增加股东未来的每股收益。假设你是公司三个合伙人之一，那么你将拥有1/3的所有权。若其中一份所有权被另外两个合伙人买下，那剩下的两个合伙人将各持有公司50%的所有权，公司未来的收益也将五五分成。股票回购会增加每股收益，股价因此而上扬，股东也变得更加富有。（在第40章中我们将对回购股票计划的经济动机进行详细

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阐述，并对巴菲特对其如此着迷的原因做出解释。）

巴菲特的投资对象首选“现金牛”，即那些对研究开发产品的资本需求不高、更新维护厂房设备等花费也不大的利润巨大的企业。而最好的“现金牛”还具有投资或者购买其他“现金牛”的能力。以雷诺兹·纳贝斯克公司（RJR Nabisco）和菲利普·莫里斯公司为例，这两家公司都拥有堪称“现金牛”的烟草企业，并且均产生了大量的留存收益。如果它们能够将这些留存收益用于再投资，比如说投资于汽车行业，那么它们的资本投入会相当大，并且要很长时间才能看到盈利。它们也可以选择将烟草行业中所获利润投资于食品业中的“现金牛”企业，像纳贝斯克食品公司（Nabisco Foods）、通用食品公司、卡夫食品公司（Kraft Foods）以及其他的一些著名食品供应商。运用这种再投资策略的另一个极好的例子就是莎莉集团（Sara Lee Corporation），它不仅以生产乳酪饼干闻名遐迩，而且还成功地建立了其他一系列消费者信赖的产品品牌，比如莱格斯（L'eggs）、恒适（Hanes）和倍得适（Playtex）等。

资本城公司在兼并迪士尼之前，利用有线电视这个“现金牛”收购了另一头“现金牛”——美国广播公司。在很长一段时间，它投入了最多的资金用于收购媒介公司。它用股东的钱来进行这些收购，因为电视台和广播台都曾被认为是肥硕的“现金牛”。一座电视台建成后，可以一劳永逸地持续经营 40 年。而直到今天，传媒产业的消费垄断仍然受美国联邦政府的保护而免于竞争之苦。然而，随着有线网络、卫星以及使用电话线的交互式电视的发展，传统的三大电视广播网络——美国广播公司（ABC）、哥伦比亚广播公司（CBS）和美国全国广播公司（NBC）将面临新的问题：它们是否能在所有新的竞争中捍卫企业呢？

有一次，资本城公司的前任首席执行官汤姆·墨菲（Tom Murphy）在巴菲特家作客，大家正在看电视，有人提出：“现在有如此多的先进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术应用于广播电视领域，真令人惊异！”而汤姆却说，他还是喜欢黑白电视时代，三个垄断者为争夺广告而展开激烈竞争。巴菲特认为，也许电视广播业不像以前那样风光了，但它们仍然是赚钱的行业。

作为长线投资者，对你来说最重要的问题可能是：企业是否能有效利用留存收益？如果你所投资的企业，其管理者既找不到合适的机会，也没有能力增加留存收益，那你乘坐的投资之船将永沉海底！

问题 8：该公司能够对价格进行自由调整以适应通货膨胀吗？

通货膨胀意味着价格上升。商品类企业会面临这样一个问题：当劳动力和原材料价格上涨时，增产会导致企业采取降价策略以刺激需求。这种情况下，生产成本有时会超过产品价格，企业因此亏损。这常常又迫使企业减产，直到过量需求消失。然而，这需要很长的时间。需求和供给规律的确会发挥作用，但不是一两天就能起效。与此同时，企业的亏损像雪球一样越滚越大，生存能力越来越弱。（牧场主总是面临这种进退两难的境地：牲畜的价格不断下降，而饲料、燃料、劳动力、保险、兽医以及牧场成本却不断上涨。牲畜价格变得难以预测，牧场也许面临倒闭。）

在航空业，这种情况也会周期性发生。航空公司的各种固定成本很高，飞机、燃料，以及飞行员、地面工作人员、技工和乘务人员的联合合同——这些都会花费大量资金，并且成本会随通货膨胀而上升。但同时，价格战爆发了，各航空公司纷纷下调票价以保持竞争优势。想从纽约飞往洛杉矶吗？有六七家公司会跑来抢生意，只要其中一家大削价，其他公司就失去了机会。在 20 世纪 60 年代，从奥马哈到巴黎的往返票价为1 000美元，甚至更贵，而到了 90 年代，我买过一次，只花了 500 美元。尽管飞机、燃料、飞行员、地面工作人员、技工以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及其他高额成本 30 年来翻了两倍多，甚至那些味道不怎么样的航空食品的成本都增长了不止 4 倍，但由于航空公司之间大打价格战，我们买到的机票反而更加便宜了。不过，售票的航空公司却没能变得更加富有，这也是许多航空公司都在走下坡路的原因。

对于一家普通商品类企业而言，由于市场竞争的存在，很有可能出现生产成本随着通货膨胀而提高，但产品的市场价格却不断下降的情况。

对于巴菲特而言，那些具有消费垄断性质、真正优秀的企业能够根据通货膨胀的情况自由提升产品价格，而不会遭遇产品需求的下降。这样的话，不管通货膨胀状况多么严重，企业都可以获取丰厚的利润。

问题 9：由留存收益所增加的价值能提升该公司的市场价值吗?

在格雷厄姆晚年，他曾指出，市场由两部分组成。一部分以长期投资为价值取向，所以经过较长一段时间后，一家公司的股价最终能够反映其内在价值。另一部分则像是一个赌场，投资者们都在博取从短期的市场波动中获利。格雷厄姆认为，从总体上来说，市场成分中的赌博因素占据了主要地位，投资者和机构无不在揣测每天的各种信息对证券价值的影响。

格雷厄姆相信，正是因为存在赌博这一面，才使得耐心的投资者有了一展身手的机会。在这种赌博性游戏中，贪婪和恐惧支配着人们的心理，也正是由此，才给了长期投资者以低于内在价值的价格买到某只股票的机会。

巴菲特也抱有相同的看法，并且进一步地加以补充。他认为，只要一家公司能够恰当地分配资本并保持企业资产净值不断增长，那么市场的长期投资性质就会使得该公司的股票不断攀升。他自己的伯克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希尔－哈撒韦公司就是一个极好的例子。1981 年，该公司每股净值约为 527 美元，股票价格为每股 525 美元；而 16 年后的 1997 年，该公司的每股净值则达到了约 2 万美元，股票价格约为每股 4.5 万美元。通过将企业的留存收益用于购买其他经营状况突出的企业全部或部分权益，巴菲特成功扩展了伯克希尔－哈撒韦公司。随着公司资产净值的增长，公司的市场价值理所当然会增加，而股票价格也因此不断上涨。

菲利普·莫里斯公司的例子也是一个极好的证明。该公司主要从事烟草生产，而在过去 20 多年间，它遭遇了数百名癌症患者的指控，称其香烟致癌，这无疑给该公司的发展蒙上了一层阴影。

市场往往很敏感，会将这类诉讼案件看做是严重的利空消息。尽管菲利普·莫里斯公司一直保持 21% 的权益回报率，但该公司的股票市盈率仅仅被估计在 8～14 倍之间。但随着该公司不断盈利和收购新的企业，其资产净值和每股收益不断增加，公司的股价也相应上涨。然而即便如此，菲利普·莫里斯公司的股票仍然保持 8～14 倍的市盈率。

尽管菲利普·莫里斯公司遭遇了市场的污蔑和冷漠，但市场的长期价格会与企业的内在价值相匹配，这也使得该公司的股票价格能够不断攀升，在 1986～1996 年的 10 年中为股东们带来了约 21.9% 的平均年复利收益率。

所以，我们应当记住，从短期来看，市场存在着狂躁抑郁的特征，容易在非理性情绪的笼罩下推动股票价格离奇走高或走低。但也正是这种狂躁抑郁的短期市场特征给了投资者机会，那些明智的投资者深知，从长期来看，市场会将股价调节到一个能反映企业真实价值的合理价格。

巴菲特所寻找的是那些股票价格能够真实反映经济价值增长的企业，而不是那些由投机因素推动股价上涨的企业。前者的增长是确定的，而后者却像是赛马场里的事情一样，偶然性极大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

巴菲特致力寻找的投资对象，是那些具有强劲经济动力、能够产生垄断性利润的企业。他发现，这类优秀企业往往具有某种消费垄断力量，能够在市场竞争中提供为消费者所认可、具有巨大优势的品牌产品或服务。

巴菲特发现，企业不仅应具有将收益留存的能力，没有用于维持企业营运现状的债务负担，而且企业的管理人员还必须具备合理利用留存收益，投资于高回报的新项目的能力。如果没有理想的项目可进行再投资，那么优秀的企业就应当选择回购股票。

巴菲特还发现，一家优秀的企业，通常都没有债务负担，并且能够对其产品或服务的价格进行自由调整，以适应通货膨胀。

现在我们已经对优秀企业的特征有了大致了解，下一章我们将会看到这些优秀企业会分布在哪些行业和领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第17章 到哪里寻找优质企业

到哪里可以找到具有“收费桥”效应的优质企业？通常有三种类型的“收费桥”企业，它们都可以创造非常高的收益：

1. 企业所生产的产品属于易耗品，具有品牌吸引力，是商家必售的品种。

2. 为制造商提供广告服务的传播公司。

3. 企业所提供的是消费者或其他公司有持续需求的服务。

下面我们来详细研究一下这几类企业。

企业所生产的产品很容易消耗，具有品牌吸引力，是商家必售品种

我们拿超市和制造商打个比方。超市的利润来源于低买高卖，进货时尽量压低买价，而销售商品时尽量抬高售价，买卖差价就形成了利润。如果某种产品有多个制造商，超市就可以从这家制造商跳到那家制造商，寻求最低进货价格。然而，当某种产品只有唯一一家制造商时，超市只能接受制造商的要价，这样，制造商就具有价格优势，而超市没有。这意味着，制造商的利润率就比较高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当许多超市都想销售只有一家制造商生产的产品时，价格竞争就会转移到超市身上。于是，超市纷纷采取降价策略促进销售。然而，制造商对所有超市的要价都是相同的。超市之间的价格竞争降低了超市的利润率，而不是制造商的。

超市不得不销售那些名牌快速消耗品，而生产这类产品的制造商就像一座“收费桥”。消费者需要名牌产品，如果超市想赚钱，就不得不向消费者提供这种产品。关键在于，只有一家制造商（一座收费桥），你若想提供这种名牌产品，就必须付费（过桥费）给这个制造商。

到 Kwik 折扣店或 7 - 11 便利店去看看吧。在进店之前，你能猜出里面有哪些名牌产品吗？可口可乐饮料、万宝路香烟、Skoal 嚼烟、好时巧克力、箭牌口香糖和多力多滋玉米脆片。倘若不销售这些产品，超市就会没了生意。生产这些产品的制造商——可口可乐公司、菲利普·莫里斯公司（万宝路香烟）、UST（Skoal 嚼烟）、好时食品公司（好时巧克力）、箭牌公司（箭牌口香糖）和百事可乐公司（多力多滋玉米脆片）——股东权益回报率都高于平均水平。

请想出 8 种每个商店都在销售的品牌产品。我的答案是：佳洁士牙膏、爱得卫（Advil）止痛药、李斯德林（Listerine）漱口水、可口可乐、万宝路香烟、丹碧斯（Tampax）卫生棉条、Bic 圆珠笔和吉列剃须刀片。如果商店不销售这些产品，就会陷入门可罗雀的境地。生产这些产品的企业都有很高的股东权益回报率。

你在餐馆就餐时，不会点特定品牌的咖啡，也不会点特定品牌的汉堡和油炸食品，或者火腿、番茄三明治，或者虾炸米。那些给餐馆提供汉堡的公司不会得到丰厚的利润，因为没有人走进餐馆指名要“波比肉品公司”生产的汉堡。

然而，你会点可口可乐。如果你经营着一家餐馆，但不销售可口可乐，你就会失去很多顾客。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么牌子的产品是大多数服装商店都销售的呢？鲜果布衣（Fruit of the Loom）、恒适（Hanes）或李维斯（Levi's）牌服装。这些产品的制造商都拥有高股东权益回报率。运动鞋店又销售什么品牌呢？耐克。耐克公司的股东权益回报率同样很高。街角的五金商店呢？WD-40 防锈油和 GE 灯泡。你猜得没错，这些制造商的股东权益回报率都超过平均水平。

想想药剂师开的那些处方药吧。我们所生活的地球已经拥挤不堪，数以千计的国际班机穿梭于世界各地，新的疫情可以在几小时内迅速地从一个国家蔓延至另一国家，与此同时，病菌每天都在繁殖出新的变异体……不难看出，如今的销售人员和制药公司都面临着与日俱增的药品需求，但只有愿意支付“过桥费”的人才能买到他们急需的专利药品。药店不得不经营这些药品，否则它们的生意就会很清淡。因此，所有制造处方药的领军企业，其股东权益回报率都很高，例如默克（Merck & Company）、玛瑞恩（Marion Merrell Dow）、麦兰医学实验室（Mylan Labs）和礼来公司（Eli Lilly）。

我们应该特别注意那些脱颖而出的餐饮连锁名店，比如麦当劳，它把最普遍的食品——汉堡，变成了家喻户晓的名牌产品。它的成功关键在于质量、便利性、一致性和大众化。你在香港麦当劳餐厅所品尝到的汉堡和美国麦当劳餐厅老店的汉堡一样美味！该连锁店的股东权益回报率高于平均水平。

制造商做广告的目的在于吸引消费者，使得各种商店不得不销售该产品。这样一来，商店成为了收费桥的看守，而制造商就是商店的利润担保者。由于这类产品都是在当场或短时间内消费，商店和制造商将欣喜地看到桥上络绎不绝的过往者。

在巴菲特看来，生产名牌产品的企业就是一座收费桥，这类企业就是他感兴趣的投资对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为制造商提供广告服务的传播公司

很久以前，制造商的促销手段就是让促销人员直接和客户联系。随着广播、电视、报纸以及一大批专业杂志的发展，制造商发现它们可以越过销售人员，通过合适的广告直接将产品信息传达给成千上万的消费者。它们发现这种与消费者交流的媒介方式十分有效，可以给企业带来销售额与利润的增长。于是，广告成为了制造商们相互竞争的激烈战场，大的消费产品制造商每年在广告方面的开销就高达数亿美元，目的是让更多的潜在消费者购买它们的产品。

这些公司发现它们走上了一条不归路。制造商们不得不持续地打广告，否则，其他竞争者就会席卷而来，瞄准机会抢占垂涎已久的利基市场。

巴菲特发现，广告为制造商和潜在消费者架起了一座“概念之桥”。为了增加产品销量，制造商必须做广告。我们可称之为“广告收费桥”，它的所有者是广告代理商、杂志出版商、报社以及全球的电信网络。

当市场上只有三家主要的电视广播网时，它们获得的利润都很高。于是，巴菲特大量买进美国广播公司和资本城公司的股票。如今，共有 67 个电视频道可供人们选择，电视广播网的效益不及从前，因为那时河上只有三座电视广播网收费桥，而如今桥建得越来越多。然而，不可否认，电视广播网仍然获利丰厚。

相同的情况也发生在报纸行业。一个颇具规模的城镇中如果只有一种地方性报纸，那么这家报社一定获利丰厚。但如果再增加一个竞争者，两家报社就都不会有之前那么高的获利。巴菲特当年投资的《布法罗晚报》（*Buffalo Evening News*）就是个很好的例子。当布法罗有另外一家报纸与之竞争时，《布法罗晚报》最多只能维持平均水平的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获利。可是，自从竞争对手退出后，该报社就开始大笔赚钱。巴菲特发现，当一个城市只有一座地方性报纸“收费桥”时，即使调高广告费也不怕流失客源，因为制造商与商家只能通过这座桥梁通往消费者。

全球性的广告代理商同样具有较高的股东权益回报率，因为大型的跨国企业必须通过它们，把产品与服务推向全世界。如果其中一个跨国企业想要发起全球性的广告活动，就必须借助全球性的广告代理商，例如世界第二大广告代理商 IPG 集团（Interpublic）。IPG 集团也因此成为跨国企业通往消费者的必经收费桥。这也是巴菲特买进 IPG 集团 17% 股权的理由。

企业所提供的是消费者或其他公司有持续需求的服务

这些公司提供服务，而不是产品。这些服务可以由非工会工人去提供，通常只需要一般的技能。公司可以根据实际需求来雇用工人。这种企业包括服务大师（Service Master）公司——提供清除害虫、专业清洁、佣人服务、照料草坪等服务；罗林斯（Rollins）公司——提供住宅和公司安全服务，旗下拥有全世界最大的从事害虫和白蚁防治的奥克金（Orkin）公司。每到报税季节，H&R Block 公司就会通过提供报税服务为无数人排忧解难。上述公司都有很高的股东权益回报率。

被巴菲特归类为“收费桥”的这类企业还包括他投资过的信用卡公司，例如添惠公司（Dean Witter Discover）和美国运通公司（American Express）。你每次使用这些公司的信用卡时，公司就会向商家收取服务费，如果你延迟缴纳欠款，那么你也会被收取费用。数百万座小的收费桥都会收取通行费。而且，这些信用卡收费桥不需要庞大的设备和厂房，不会占用资金。

重点在于这些公司提供了个人和企业持续需要的服务，但不需要大额的资本支出，也不需要高薪聘请高学历的员工。此外，对于这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司而言，没有“产品过时”的问题。一旦管理架构与基础设施到位，公司便可以根据市场需要灵活雇用员工。例如，一个保安公司可以以每小时 8 美元雇用一个保安，给予其数小时训练，然后再以每小时 25 美元的收费对外提供保安服务。没有工作就不必支付工资。

而且，这些公司不需要花费时间和精力研发新产品。公司挣的钱都装入囊中，这些钱可以用来扩大营运，发放股息或者回购公司股票。

只要白蚁继续侵蚀，小偷继续偷盗，消费者继续使用信用卡，政府继续征税，这些公司就会继续赚钱。如此这般，一直继续下去。

小　　结

要找到优秀的“收费桥”企业，最好的办法就是站在超市或者便利店的门前，试着找出这些商店必须供应的品牌产品。这个方法比翻阅财经杂志和指南更管用。

你想到的产品可以帮助你找到那些能瞄准消费者钱包，获利丰厚和股东权益回报率高的公司。所以，现在就拿出纸和笔开始想吧。

另一类需要注意的公司，是以垄断形式为制造商提供广告服务的公司，例如某城唯一的地方性报纸。

还有那些提供重复性质的服务，而不需要产品和高技术工人的公司，例如服务大师、罗林斯、H&R Block 和美国运通。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第18章

寻找可投资公司的其他途径

在学习巴菲特法则的初始阶段，我到超市去观察我要买的商品或者其他人正在买什么。不得不说，我选择的股票简直就是个奇迹。试试看，你就可以明白我所说的。可口可乐、菲利普·莫里斯、康尼格拉（ConAgra）、卡夫、通用食品、好时、雷诺兹·纳贝斯克、桂格燕麦（Quaker Oats）、坎普尔汤（Campbell soups）、箭牌和莎莉公司都是非常出色的企业，它们的产品在各地的超市都有出售。每年，每月，每周，每天，长此以往，人们会花辛苦挣来的钱在炎热的夏天买半打可口可乐来消暑，买一包万宝路香烟（为了看起来酷），买一些燕麦粥，为小孩买一瓶苦艾饮料（小朋友最喜欢喝的饮料）或者买一些口香糖。

我妈妈小时候就嚼箭牌口香糖，我年轻时也嚼，前些天我的孩子又给了我一片。奥利奥饼干怎么样？你认为两块巧克力威化饼干中间夹上糖霜会在未来的10年中过时吗？你的电脑和车会过时吗？不会。只要继续有孩子出生，雷诺兹·纳贝斯克公司的人们就会不停地烘烤奥利奥，并把它们卖给我们的孩子。我个人更喜欢把饼干掰开，吃里面的糖霜。

重点是股票投资有很多很好的主意，拥有一个公司的部分所有权就是你动动指头的事。另外，你有什么机会可以了解一家公司，如基因泰克（Genentech）是如何运转的呢？相信我，在电话那头给你打电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话的股票经纪人也不知道。

巴菲特投资的一个先决条件是了解公司生产什么以及产品的用途是什么。他喜欢那些不会因为技术发展而过时的产品。这就意味着许多生产高科技产品的公司被排除在外了。这不是说根据巴菲特的前提条件，你就不能投资这些公司，而是说如果你不了解它们做什么，就不要去理它们。但是谁又知道这本书的读者是什么人呢?

巴菲特最爱讲他一个朋友的故事。这个朋友曾经一度经济困难，但他了解自来水公司所有的情况。这个朋友可以说出一个人冲厕所后，一家自来水公司能挣多少钱。不久，这个朋友就通过投资赚到钱了……投资什么？你猜对了，是自来水公司的股票!

技巧在于你要了解你所投资的公司，而不要超出你的能力范围。这个游戏里没有“如果”、“和”或者“但是”。你必须了解这个游戏的本质。了解一个企业的性质对了解其潜在经济状况至关重要。它会告诉你这是一家商品类企业还是消费垄断型企业，同时还会告诉你公司管理层是否有再投资的能力，以使投资者获利。你还可以了解公司值多少钱，以及是否可以预测公司未来的收益。如果你是一个投资者，想计算出公司的价值，这些对你都非常重要。

想学到投资理念吗？那就从身边的日常生活开始吧。把企业分成两类：一类是商品类企业，一类是消费垄断型企业。其中有些公司的股票是公开交易的，你可以买进它们的股票。但有些公司是私有的，你无法对它们进行投资。

你也许会在下班后喝一瓶可口可乐。可口可乐是一个知名品牌，全世界都知道，这类品牌的产品就可以称为消费垄断型产品。也许你会买一份《华尔街日报》看。这是消费垄断型产品。你为汽车加油。汽油是普通商品。或者你使用香奈尔香水。消费垄断型产品。也许你喜欢百得（Black & Decker）工具，上班时开卡特彼勒（Caterpillar）车。看看你的日常生活吧，到处都是企业，你使用它们的产品并且了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解它们。汽车修理工了解汽车业，医生了解医疗业，药剂师了解制药业。Kwik 店的收银员会毫不犹豫地告诉你什么品牌的饮料、啤酒、香烟或者糖卖得最好，而他也许从来不阅读分析师的报告。

电脑公司的销售人员会告诉你什么公司的电脑最好，最畅销的软件是什么。如果 Windows 操作系统推出之后，你在电脑公司工作，你发现不止苹果一家公司的电脑使用该操作系统，你由此可预测推出 Windows 系统的公司要赚钱了，那么就赶快投资微软吧——Windows 系统的制造商。

我要说的是，你手头有上百家公司，它们提供了上百个潜在投资机会的线索。

但请记住，这些只是线索，我们需要大量的调查来决定它们是否具有投资价值。

下一步该怎么做?

你找到了你所了解产品的制造商后又该做什么呢？先看看包装，看看产品是在哪里生产的。然后打电话，通过信息台查到公司的电话。很有可能你选择的公司只是某公司的子公司。例如，恒适针织公司是莎莉公司的子公司。是的，给我们做奶酪蛋糕的人们也生产女人的袜子。产品包装上标的也许是生产工厂的地址，而不是公司的地址。

没关系，你可以给公司打电话索要总公司的号码。然后你可以给总公司打电话，向接线员索要公司的年度报告。接线员很有可能把你介绍给某个处理股东关系的人。如果是这样，你就告诉那个人你想要公司的年度报告。电话那头的人会记下你的地址，免费给你寄一份。

是的，免费。

接线员也可能告诉你，公司不是上市公司，不对公众发布年度报告。在你索要香奈尔公司（Chanel Corporation）——那个生产著名的香

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奈尔 5 号香水的制造商的年度报告时，你会遇到这样的情况。如果是这样，你的运气就不太好了，继续到下一家公司查询吧。

如果年度报告寄出来了，你了解到公司是上市公司，以及它的总部在哪，并且知道它所生产的一种或者几种产品，你就可以开始利用一些财务公司和信息公司提供的信息了。

你的第一站是当地图书馆，在那里你可以找到一套名为《商业杂志指南》（*Guide to Business Periodicals*）的书。这套书中包含了被提及的公司出现在不同刊物上的年份、月份、星期和页码，包含了 30 年前的信息，因此你应该查看你所关注的公司的近期记录以及刊登有关它们文章的主要商业杂志，比如《财富》、《商业周刊》、《福布斯》和《财智月刊》（*Smart Money*）。尽管列举出的内容也许会很多，但这很可能让你更好地了解其中介绍的公司和行业。

想想这套书，它确实很令人吃惊。你可以从中找到知名记者有关你关注的公司的报道。这个记者也许和公司竞争者的相关人士聊过天，采访过公司的领导，并且收集了所有专家对这只股票的看法。最让人高兴的是，你不需要为这种服务付费，因为找到你想要的列表后，图书馆的工作人员会告诉你如何去找到相关文章。很有可能，图书馆会有刊登该文章的杂志或者文章的复印件。这些都是免费的。（大学的图书馆通常比当地图书馆要好，尤其那些有商学院的大学。）

当你阅读这些文章时，一定要记笔记。列出竞争者的名字。这样做是因为也许未来的某一天你会亲自与它们打交道，并向它们提问题。我知道你在想，我怎么给它们打电话，并向它们提问呢？你要做的就是拿起电话，拨号！告诉对方你正在运作一只小型基金，并且你在考虑投资这家公司。十家公司中有九家会非常乐意地告诉你公司的情况。

现在你了解了公司的一些情况，回到图书馆找一本名为《价值线投资调查》的书，这是一本有关金融信息的资料读物，这一投资顾问研究是由阿诺德·伯纳德（Arnold Bernhard）进行的。他在 1937 年开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始汇集股票数据并出版发行。伯纳德和格雷厄姆是同时代的人，他试图寻找股票价值的标准。他赞同格雷厄姆的内在价值理论，但是对格雷厄姆内在价值的计算方法持保留态度。

《价值线》涵盖了1 700家公司，列举了15年间主要的金融数据。它是重要的投资工具，巴菲特经常使用。它里面有重要的数据，例如每股收益、股东权益回报率等。我极力推荐这本书。

我推荐的另一本书是《穆迪指南》（*Moody's Guide*），这本书在图书馆可以找到。《标准普尔股票报告》（*Standard and Poor's Stock Reports*）同样值得推荐。《穆迪指南》、《标准普尔股票报告》和《价值线》提供订购，如果你对投资是认真的，那么这些书也是值得投资的。

在《价值线》上找到你要投资的公司，然后仔细阅读相关内容。如果你在《价值线》上没有找到，试试《穆迪指南》。它有一部分是关于纽约证券交易所上市的股票，还有一部分是关于柜台交易（OTC）股票。

如果在这些书中都无法找到你投资的公司信息，那么就再次给公司打电话，试着找到尽可能早的年度报告。

在查阅过《商业杂志指南》中的有关信息后，你至少要收集该公司7年来的财务数据，你需要回答一些关于企业性质的关键问题，诸如这是一个商品类企业，还是一个消费垄断型企业，或是介于两者之间？或者你还可以回答一些有关管理的问题：该公司看重股东的权益吗，或者它愚蠢地将股东的钱投资于低收益项目了吗？

如果公司的一切都很吸引你，那么你会想知道在过去8～10年里该公司的股东权益回报率和收益增长状况。你还想用我们之前讨论过的数学方程式算出投资价值。但请记住，公司的收益必须能持续，公司的产品需要具备为公司继续创造盈利的特性。

巴菲特经常提及能力范围。以比尔·盖茨和他的公司微软为例，巴菲特会说盖茨很可能是当今最精明、最具创造性的管理者，微软棒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极了。但是，巴菲特说他无法预测微软未来的盈利，因此无法算出微软未来的价值，所以微软超出了他的能力范围，他不会投资微软。在微软这个案例中，巴菲特说他不十分了解公司，无法计算公司的价值，而如果他计算不出来，他就不会投资。

所有的问题都考虑到了，这个公司看起来是你要找的投资对象。这时你也许会想继续下一步。

下一步，你需要读一读投资天才菲利普·费雪的《普通股和非一般收益》（*Common Stocks and Uncommon Profits*）。书中，他描述了投资的过程，并称之为“引水法”。这是一种投资技巧，用来向公司的竞争对手和消费者询问该公司的情况。这不同于与前女友或前男友喝咖啡。

巴菲特确实给竞争者打过电话，向它们询问如何看待该公司。或者，他就会向一个了解特定领域的人询问。如果巴菲特一口气喝下了四五罐可口可乐，而你恰巧在他身边，他就会非常乐意告诉你他在哥伦比亚商学院的有趣经历。我最喜欢听的是巴菲特发现了他最喜欢的教授——本杰明·格雷厄姆，他当时是 GEICO（盖可保险公司）的主席。年轻的巴菲特得知此事后，来到哥伦比亚图书馆，查找 GEICO 的相关资料，然后发现该公司是在华盛顿。

于是，在一个星期六，巴菲特跳上一列火车去了华盛顿，在上午 11 点到了 GEICO 的总部。他发现门是锁着的，于是前去敲门，直到看门人开了门。巴菲特问看门人谁可以告诉他公司的情况。出于同情，看门人告诉他 6 楼有一个人可以帮助他。巴菲特来到了 6 楼，发现正是公司的首席投资顾问洛里莫·戴维森（Lorimar Davidson）在那里。此人后来是公司的首席执行官。戴维森对巴菲特想了解公司的行为感到非常高兴，而且对此印象深刻，他用了 4 个小时向巴菲特解释保险业和公司是如何运转的。巴菲特完全被该公司迷住了。正如我们提到的，巴菲特后来购买了 GEICO 的股票，40 年后，他在该公司投资的 4 500万美元为他挣回了 17 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对，就是采用“引水法”！

投资机构可以向你提供全部上市公司的信息。我在给这些机构打电话，要求与了解我所关注公司的分析师通话时发现，他们有着惊人的信息量。我告诉他们我经营一只小型投资基金，我想将该公司股票纳入我的投资组合当中。我需要一个分析师。分析师一般都很健谈，他们会详细阐述使他们对这只股票感兴趣的因素。有时你可以明白他们为什么希望没有买这只股票。但是，我已经对该公司做了充分的调查，我可以理性地谈论公司，我问的问题适时而且尖锐。

最近，一个投资基金经理告诉我，我关注的那个企业不是很好，前景暗淡，但是管理非常好，而且它的首席执行官是那种非常值得信任的人。这个基金经理喜欢投资可以信赖的公司。

我喜欢做的另一件事是去商店，那里有我想买的商品。我会询问商店经理产品销售情况。

当菲利普·莫里斯降低万宝路香烟价格以提高呈现下降趋势的销售额时，我便去问 Kwik 折扣店的员工，万宝路降价是否刺激了销售。所有人都说确实如此。当媒体向公众报道万宝路降价刺激了销售，使菲利普·莫里斯重新赢回了市场份额时，我早在几星期前就已经知道公司的战略起作用了。

巴菲特采用了“引水法”，菲利普·费雪采用了“引水法”，戴维（我的合作者）和我也采用了此法，你也可以用。打开思路，你会得到很多乐趣。最坏的情况也就是没有人回答你的问题，但最好的结局是，你会交上一个朋友。

任何人都可以做到。你不需要拿到 MBA 学位，也不需要为华尔街的大型投资机构工作。你要做的就是花时间到图书馆阅读，打几个电话。不要害羞。总之，那是你的钱，你如果不愿意为你的投资决策做些努力，那些钱在不久以后就很有可能不是你的了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第19章
你必须了解你要投资的公司的管理状况

让我们来谈谈那些替你管钱的人——你所要投资的公司的管理者。

劣质企业有再多的管理精英也没用。巴菲特用船长做比喻来说明这个问题。如果你有两个船长，一个比另一个有经验，如果让有经验的船长开小游艇，让经验相对欠缺的船长开快艇，谁会赢得比赛呢?如果经济状况不好，那么管理好坏就不起决定作用。

对于经济状况良好的企业，即使最无能的经理也无法搞垮它。巴菲特曾经说，他只对内在经济动力强劲，即便是傻子也能管理好的企业感兴趣。

投资者决定是否投资时首先要考虑企业的经济状况，而不是管理。但是有句老话说得好，你需要的管理不仅仅是靠勤奋和智慧，诚实更重要。因为，如果不诚实，前两个品质——勤奋和智慧——就没有用。

诚实很可能是管理最重要的特性。诚实的管理者会当自己是公司的所有者。他们很少会浪费股东的财产。成功投资的要素之一是管理作用——从企业前景角度看，与巴菲特的看法一样。

一个好的管理者一般需要具备以下能力：

- 有效分配资金，并能获利；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 保持尽可能高的股东权益回报率；
- 支付留存收益，或者在没有其他投资机会的情况下回购公司股票。

巴菲特相信，判断一个管理者有好的出发点，其重要基准就是他会考虑企业的利益，利用留存收益回购公司股票。

当一家公司回购自己的股票，而回购价能提供比其他投资更高的回报时，对那些继续拥有股票的投资者来说，这是件好事。他们的馅饼越来越大，而他们不需要做任何事情。听起来挺不错的，不是吗？巴菲特也这么认为。

让我们看看资本城公司的管理者是如何运作的。

资本城公司的管理者从 1989 年到 1992 年花了 4 亿美元回购了 100 万股自己公司的股票。之所以这样花费股东的钱，是因为该公司是广播公司，应当只投资它了解的项目——因此它投资广播业。

问题是广播公司的股票在私有市场的价格很高，相比之下，在公开市场（股票市场）交易，价格往往有很大的折扣。资本城公司的管理者看到公司的股票在公开市场以折扣价格卖出，于是就回购了自己公司的股票。这比投资私有公司的股票收益更高。同时，这也增加了股东财富。

再重复一遍，你需要诚实的管理者，他们视增加股东财富为己任。在 20 世纪二三十年代享誉华尔街的伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch），在列举他的投资标准时说："最重要的是管理者的性格和头脑。我更倾向于资金少但管理好的公司，而不是资金多但管理能力差的公司。管理能力欠缺的经理可以毁掉一个好企业。管理者的水平对评估公司未来成长尤为重要。"

最后，管理者完全控制了你的钱。如果你不喜欢经理们的所作所为，你可以投票否决他们，重新选出董事会成员，或者卖掉股票离开，那就真是"用脚投票"了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 20 章

公司不景气可能是投资的好机会

巴菲特会在一个企业看似前景暗淡时买进该企业的股票。在 20 世纪 90 年代，他买进富国银行（Wells Fargo Bank）的股票，在此之前，他在 20 世纪 60 年代色拉油事件后买进了美国运通公司的股票（后面会有解释）以及在 70 年代买进 GEICO 公司的股票，都属于这种情况。

要想理解这一点，你就必须记住，格雷厄姆相信股市中的大多数人是短期投资者，他们拿自己 90% 的财富去获得即期利益。也就是说如果一家公司今年不景气，其股价就会下跌，即使在过去几年它的业绩表现出色。对格雷厄姆来说，这就给长期投资者提供了一个巨大的机会。巴菲特发现，正是股价的短期波动为长期投资者提供了机会。

我给你举个例子。假如你有一个小型滑雪场，已经经营了 30 年，每年净利润大约为 30 万美元。有时你会遇到一个好年景，净赚 60 万美元，同样你也可能会遇到一个坏年景，不下雪，你一分钱没赚。

你会因为遇到坏年景没赚到钱而觉得自己的股票价值减少吗？或许不会。因为你知道天气变化会给你带来坏年景，也会给你带来好年景。这只是业务状况的上下波动，你难道会把这些波动考虑在内吗？

但如果你的滑雪场是家公开交易的上市公司，受到短期因素驱动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股市会以你公司的年收入重新估算其价值。遇到好的年景，你的公司股票可能会涨到天价，而遇到坏年景，其股票价格会直线下跌。

这种事情几乎会间断性地发生在所有企业身上，不论是商品类企业还是消费垄断型企业。电视和报纸靠广告来获取收益，但是，广告收入会随整体经济的商业活动而波动。如果经济衰退，广告收入也会下降，报纸和电视的盈利降低。看到盈利减少，股市就会产生连锁反应，报纸和电视公司的股价就会直线下跌。

资本城公司在 1990 年就因为股市这种怪异的狂跌而深受其害。由于经济不景气，该公司的广告收入减少。公司报告预计其在 1990 年的净利润只能维持与 1989 年大约相当的水平。那些已经习惯于资本城公司每股收益每年增长 27% 的投资者对这个消息反应强烈，致使该公司股价在半年内从每股 63. 30 美元下跌到 38 美元。也就是说它仅仅是宣布与 1989 年的盈利水平持平，股价就下跌了 40% 。(1995 年，资本城公司与迪士尼公司合并，这使得资本城公司的股价飙升到每股 125 美元。如果你在 1990 年以每股 38 美元买进该股票，而在 1995 年以每股 125 美元卖出，你的税前年复利收益率将高达 26%，每股收益 87 美元。)

“同样的情况可能发生在银行业。在特定的年份，利率的变化会引起银行收入的变动。银行也易受到房地产业兴衰的影响。伴随房地产繁荣期的是严重的萧条期。这将会是一个漫长的沉寂阶段。但是，整个行业衰退与一家银行情况变糟不同。对于一个像富国银行这样的大的货币中心银行，这样的问题就远比对一个中等规模的地区银行而言更严重。一个带来的将是整个金融业的崩溃，另一个只是地方性灾难。

货币中心银行是金融业的核心。这些银行在我们的经济中占有永久而且至关重要的地位。这不仅仅是因为它们与数以万计的个人和公司交易，还因为它们在小银行面前扮演着银行家的角色。大多数货币中心银行都是精明的金融机构，它们获准购买美国财政部发行的国库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券，然后再卖给其他银行或机构，就像一种“收费桥”。在美国联邦储备委员会看来，货币中心银行是金融业的核心。如果其中一个出现经营问题，有可能破产，那么美国联邦储备委员会将竭尽全力强制这个银行与其他货币中心银行合并。但是在经济萧条时期，当所有的银行都面临问题时，美国联邦储备委员会只能放松银根，以确保货币中心银行不欠债。

大多数人不了解银行之间也互相借钱。美国联邦储备委员会有一个贴现窗，当银行遇到麻烦时，它们通常会去那里借钱。银行可以从贴现窗获得便宜的货币。这样它们可以从美国联邦储备委员会借到钱，然后再放贷出去以获得收益。一般来说，如果一个银行在贴现窗出现的次数太多，银行监管者就会出现了。贴现窗是美国联邦储备委员会确保货币中心银行持续运转的一个途径。

在产业不景气时，所有公司都会受到影响。但是强者生存，弱者被淘汰。在美国西海岸最稳健保守、经营最好且金融实力最强大的货币中心银行之一是富国银行，它也是美国第八大银行。

在 1990 年和 1991 年，富国银行为了应对全美房地产市场的不景气，提取的呆账准备金约为 13 亿美元，相当于每股净值 55 美元中的 25 美元。当一家银行提取呆账准备金时，它只不过是把银行的部分净值设定为未来潜在损失的预备金，并不代表这些损失已经发生，也不代表一定会发生。它只是银行为预期可能会出现的损失而有所准备。

这就是说，即使富国银行所提取的呆账准备金真的被用来抵消呆账，它仍然有每股 28 美元的净值。事实上，损失确实发生了，但没有那么糟糕。这次损失丢掉了富国在 1991 年的大部分盈利。但是银行财富基础仍然非常稳固，在 1991 年还有2 100万美元的净利润，相当于每股净利润 0.04 美元。

可是华尔街的反应，却如同富国银行是一家随时会破产的地区储蓄性机构。在短短 4 个月内，富国银行的股价从每股 86 美元下挫至每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股41.30美元。只因为1991年没有赚钱，它的股价就下跌了52%。巴菲特趁此良机，以每股57.80美元的价格买下了公司10%的股权（也就是500万股）。

巴菲特观察到的是，富国银行是全美管理最好、获利最丰的货币中心银行之一。其股价相对于其他货币中心银行还算较低。虽然所有银行彼此都是竞争对手，但是像富国银行这类货币中心银行在金融交易中，具有类似“收费桥”的垄断力量。在现实生活中，无论是个人还是私营小公司，或是大型公司，一定会有银行账户、企业贷款、汽车贷款或房屋贷款。银行提供各种各样的服务，收取利息与手续费。顺便说一下，美国加利福尼亚州人口稠密，大小商店、企业众多，还有无数大大小小的银行和其他金融机构。富国银行就在加利福尼亚州，不论个人、企业还是各大银行，都是它的客户。

富国银行的实际损失并没有那么高。因此到了7年后的1997年，如果你想买富国银行的股票，其股价已经涨到了每股270美元。巴菲特在1990年的投资最终带给他24.6%的税前年复利收益率。

买东西前，你必须要明白自己对什么感兴趣。但是有时经济的不景气也会使一个出色的企业走下坡路。股票市场发疯了，股价跌到了最低点。

在资本城公司的例子中，是整个经济的衰退引发了广告收入的下降。但是这类事情之前曾经发生过，同样的经济衰退造成了房地产市场的不景气，从而使整个银行业遭受了巨大损失。但是富国银行不会在一夜之间消失。它的运营情况良好，在银行业也占据着举足轻重的位置。小银行早在巨人倒下之前就已经消失了。金融系统的自利和美国联邦储备委员会确保了这一点。

因此问题的关键是：一家公司管理良好，或者是一个消费垄断型企业，这就意味着它很可能在经济衰退时存活下来，而且会在日后发展得更好。弱小的公司在经济衰退时就很难幸免于难了，但是它们也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为强大的公司腾出了更大的发展空间。

个别企业的不幸事件

有时，即使是消费垄断型企业也会做出愚蠢但是可以亡羊补牢的事情。从 1936 年到 20 世纪 70 年代中期，GEICO 的经营战略一直是以邮寄直销的方式，取代一般的保险经纪人制度来进行业务扩展。公司挑选优良驾驶者，让其所认定的这些人来投保。但是，在 70 年代初，公司新的经营团队制定了新的原则，即来者不拒，为所有上门的顾客提供保险，以增加公司的业务量。

这个新原则为 GEICO 带来了大量容易肇事的驾驶者，导致公司的理赔金额急剧上升。1975 年，GEICO 损失 1.26 亿美元，几乎让公司破产。为应对这次危机，GEICO 董事会决定聘请杰克·伯恩（Jack Byrne）担任新主席兼总裁。伯恩一上任，就寻求让巴菲特投资 GEICO。巴菲特唯一的考虑是，GEICO 公司是否能取消来者不拒的原则，回到从前挑选优良驾驶者以及直接邮寄的低成本运营方式。这正是伯恩的计划，巴菲特决定投资 GEICO。

另一种情况的事件发生在 20 世纪 60 年代中期的美国运通公司。公司通过仓库储存商得知商品经销商安东尼·德安吉里斯拥有价值6 000万美元的桶装色拉油。德安吉里斯转而要求美国运通公司做担保，并以色拉油做抵押，贷款6 000万美元。当德安吉里斯未能履行偿还贷款的义务时，债权人前去查封抵押品，却发现根本没有色拉油。由于美国运通是担保者，因此公司最后赔了近6 000万美元。

这次赔偿损失了美国运通大部分的股东权益老本，造成该公司股价狂跌。巴菲特认为，即使美国运通公司赔掉了所有股东权益，它在信用卡和旅行支票领域的消费垄断力量依然存在，这次损失并不会对美国运通公司造成长期损害。于是他用巴菲特合伙公司（Buffett Part-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

nership）的 40% 的投资资金购买了美国运通公司 5% 的股权。两年后，美国运通公司股价上涨，巴菲特卖出股票，净赚2 000万美元。

不妨这样想，假设你在 1993 年和可口可乐公司打官司赢了。可口可乐赔偿你 22 亿美元，或者说是比公司当年净收益稍高一点的赔偿。在听说你打赢官司时，可口可乐的股价肯定会下跌。但事实上，这并不会影响公司 1994 年的盈利。因为可口可乐公司的垄断地位并没有动摇。事实上，这 22 亿美元的赔偿就像 1993 年发放的股息一样。只是它没有发放给自己的股东，而是给了你。在 1994 年，可口可乐公司还是净赚了 22 亿美元，甚至更多。到 1995 年，已经没人记得这件官司了，公司的股价又回到了以前的水平。人们多健忘啊！

对着眼于长期投资的企业前景投资者而言，最适当的投资机会在于当公司股票价格因为经济衰退而变化时，像资本城公司和富国银行的案例，或者由于其他原因而变化时，例如 GEICO 和美国运通公司的案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 21 章

市场机制如何影响股价以制造购买机会

巴菲特相信，不管上市公司潜在的经济动力如何，股票市场的技术机制都可以影响股票价格。他相信这种非理性的经济行为可以为企业前景投资者创造极好的购买机会。

股票市场的运行机制现象不同于短期获利现象。正如我们前面所讨论的，短期获利现象只反映个人交易的失常或者是普遍的商业周期，而股票市场机制现象是股市基础结构中的一个怪现象，它由股票买卖的方式和途径引起。这其中的关键是投资战略，例如分散化投资组合和指数套利——这两种投资战略都试图利用整个股市的价格变动来获利。

在这些情况下，单个企业的股票成为了一种商品，它的需求不是由企业的价值、经济状况，或者股票的真实价格所决定，而是由整个市场价格变动的方向和速度决定。

这种基础结构问题就会引发大恐慌。当人们由于非理性原因而失去大量财富时，通常会变得恐慌起来。他们卖掉股票，在一旁观望，直到股票市场稳定下来。这种恐慌加剧了情势的严重性，但同时它又为我们提供了实践企业前景投资的机会。

为了阐释这个问题和以及它的运作原理，我们需要来看看两种不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的金融危机，它们都是由股票市场基础结构的弊端引起的。

市场机制

正如我们前面分析的，众多不同的股票市场投资理念可以划分成两种：一种是短期投资战略，一种是长期投资战略。我们已经知道，巴菲特把企业前景投资定位为长期投资战略。

在一个理想的市场中，一个公司所有的信息都可以用这两种投资战略来解释和定义。与此同时，这些信息又会决定公司的股票价格。我们知道，短期投资战略是市场的主要驱动力，也是主导股票价格的主要因素。企业前景投资的长期投资者正是从短期投资者那里挖掘到了他们的购买机会。

然而在一些情况下，公司的信息对股票的价格没有太大的影响，例如 1901 年的股市大恐慌以及 1987 年的股灾。在这两次股市危机中，市场出现了流动性危机，从而引发了一场股票市场的危机。

1901 年股灾

1901 年的股市大崩盘对我们是有利的，因为它只持续了一个星期。这场股市危机由于 E・H・哈里曼公司（E. H. Harriman）和詹姆斯・希尔（James Hill）公司以及它们所代表的银行，库恩－雷波公司（Kuhn Loeb & Company）和 J・P・摩根公司（J. P. Morgan and Company）争夺北太平洋铁路公司（Northern Pacific Railroad）的控制权而引发。

在那个年代，如果铁路工业的巨头想接管某条铁路，它们就会到公开市场，悄悄地买进其想要接管的铁路公司的股票，直至获得这家公司的控制权。现在，根据美国证券交易委员会的规定，购买一家公司 5% 或超过 5% 的股份都必须让公众知道。但在 1901 年没有这样的规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，个人或公司就有可能在市场没有察觉的情况下，在股价抬高之前逐步获得某家公司的控制权。下面是北太平洋铁路公司的案例。

1901 年初，詹姆斯·希尔公司和 J·P·摩根公司持有大量北太平洋铁路公司的股票，但是它们没有控制绝大多数的股份。1901 年 4 月，E·H·哈里曼开始悄悄买进北太平洋铁路公司的股票，而股价在 4 月就上涨了 25%。这并没有引起人们的警惕，因为整个股票市场都在上涨。由于接管工作进行得不明显，因此一些交易者认为北太平洋铁路公司的股票拉得过快，他们开始卖空股票。

当一个人卖空股票时，他实际上就是先从别人那里借入股票，然后卖掉。如果股票价格下跌，卖空者就可以进场再把股票赎回，股票进而又回到借出股票的人手里，因此实际上是在偿还贷款。如果一个人卖空股票后在低价位买进，他就盈利；反之，如果卖空股票后在高价位买进，他就赔钱。

1901 年 5 月 6 日，星期一，北太平洋铁路公司的股票价格突然急剧攀升，似乎没人知道股票价格上涨的原因。北太平洋铁路公司的经理们不知道，银行家也一头雾水。许多人认为这只是一种市场操纵，因此卖空者扩大了他们的阵地——他们卖空了更多的股票。

1901 年 5 月 7 日，星期二，股票价格继续攀升，由每股 117 美元上升到每股 143 美元。当天下午晚些时候，所有人都明白了正在发生的事情。有消息传出，哈里曼正在为获取公司的控制权做最后的努力。希尔和摩根公司得到消息后，试图阻止哈里曼。它们尽可能多地买进北太平洋铁路公司的股票，以避免这些股票落入哈里曼手中。

到了 5 月 8 日星期三，对所有的关注者而言，哈里曼同希尔和摩根公司争夺北太平洋铁路公司的控制权的斗争已经显而易见，它们垄断了北太平洋铁路公司的股票市场。实际上这对整个股票市场并没有影响，但是那些卖空股票的人仍然在卖空——他们没有保住他们的阵地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有人卖出股票，大的买家最大限度地拉动股票价格。这就意味着卖空者被套住了。当股票价格上涨时，他们开始恐慌。要知道，在那个年代，卖空者要在第二天交出股票，如果他们手中没有股票，那他们就必须借入股票。如果他们不能交出股票，买进其所售股票的一方就可以进入市场，以市场价格买进股票，而这笔费用要由卖空股票却不能交出股票的卖空者支付。

5 月 8 日，只有少数人卖出股票，卖空者试图保护他们的阵地，开始疯狂地在这只股票上出价。当天结束时股票价格上涨到每股 180 美元。

5 月 9 日，星期四，早晨股市开盘时，卖空者极度恐惧，恐慌的情绪像野火一样在卖空者中间蔓延开来。到了中午，卖空者已经将股票的价格哄抬到每股1 000美元。当你必须拥有一样东西时，你就必须想办法拥有它。

同时，更有趣的事情在股票市场的其他地方发生了。股票市场上其他股票的价格开始急剧下跌。卖空者的处境非常危险，他们开始卖出手里的其他股票来凑钱改善他们的窘境。很多大型的交易公司都赔光了钱。

伯纳德·巴鲁克那天正巧在交易大厅。他后来写道：“在交易大厅，恐惧完全代替了理性，股票纷纷被疯狂地大量抛出，下跌了 10 ~ 20 个点。有传言说其他股票也陷入了绝境。”

还没等哈里曼同希尔和摩根公司第二天达成停战协议，领头股票已下跌了 60 个点。银行有 4% 的贷款都贷给了交易股票的人，它们开始恐慌起来，将利率调整到高达 60% 。一只股票涨到了顶点，其他股票却跌到了谷底。

从这个案例中我们得出了结论。其他股票价格的下跌不是由于经济衰退、公司谎报收益或者宏观经济的变化引起的，甚至都不是因为这些公司的信息不实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正的原因是卖空北太平洋铁路公司股票的投资者陷入了窘境，失去了理智，使他们陷入了流动性危机。为了解决这种危机，他们卖掉了其他股票来筹集现金弥补损失，因为他们在北太平洋铁路公司事件中陷入了卖空的绝境。

其他的投资者担心其他股票也会发生同样的情形，他们激动不已，从而引发了一场恐慌性的股票抛售。

伯纳德·巴鲁克意识到了正在发生的危机。他明白大量公司正在以不可思议的价格被出售，他看准了这是个购买的机会。

如此一来，市场机制允许一些人卖掉他们不曾拥有的股票，加之北太平洋铁路公司的股票价格突然上涨，股票市场局势混乱，从而引发了整个股市大规模的非理性抛售。这种奇怪的股市动荡现象为巴鲁克创造了一个购买的机会。股票市场很快就恢复了正常，巴鲁克从这次股灾中掘到了第一桶金。

市场机制中意想不到的互相影响可以引发剧烈的价格变动，但却和相关的经济信息没有关系。

1987 年股灾

你也许会疑惑，这些与今天的股票市场有什么联系呢？美国证券交易委员会不是早在 20 世纪 30 年代就制定了规定，以避免 1901 年的股灾再次发生吗？答案是肯定的，但是事情总是不断发展变化的，政府机构往往会在事件发生之后制定相关规定。20 世纪 80 年代后期，新的事件发生了。

在 1987 年的股灾中，两种新的投资战略在股票市场开始盛行并控制了股票市场：指数套利和保险投资组合。它们之间的相互作用在 1987 年 10 月 13 ~ 19 日引发了股市动荡，分裂了股市。

著名的“布兰迪报告”——《市场机制中的主要驱动力》（*The*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Presidential Task Force on Market Mechanisms）这样写道：

> 从1987年10月13日星期二交易结束到19日交易结束，道琼斯工业平均指数下跌了769点，跌幅达31%。在此期间的4个交易日里，美国所有发行出售的股票价值总额减少了1万亿美元（那可是1万亿美元啊!!!）。仅1987年10月19日当天，道琼斯指数就下跌了508点，跌幅达22.6%。自从20世纪20年代初以来，只有1929年10月28日道琼斯指数下跌了12.8%，以及第二天，10月29日下跌了11.7%。（这也是1929年金融危机的一部分。）道琼斯指数这两天下跌的幅度才相当于1987年10月19日1天的跌幅。

1987年10月中旬的股市突然下跌是由一件特殊的事情引发的：高额的商品贸易赤字迫使利率上调到新的高度，以及提议的税收法规，这些因素使得许多股票价格暴跌。

股票价格的下跌使许多共同基金为了应对价格的下跌，开始机械地、不计代价地卖出股票。这些投资者卖出股票的行为以及进一步卖出股票的预期刺激了许多以交易为目的的机构卖出股票。这些机构包括对冲基金、一小部分养老保险基金、资产管理公司和投资银行。这种出售股票的行为又激发了保险投资组合的投资者和共同基金进一步卖出股票。

要想明白当时股市的疯狂，有必要了解一下共同基金和养老保险基金如何利用保险投资组合买卖股票。保险投资组合使用计算机程序模型在各种不同的市场价格下确定一个最佳的股票现金兑换系数。这通常需要在股票价格出现下跌趋势时卖出股票，并在股票价格呈现上涨趋势时买进股票。事实上，这两种使用保险投资组合程序的机构都卷入了1987年的股市危机，它们在标准普尔500指数下跌10%的情况下卖出了所持有股票的50%。嘿，这很说明问题，不是吗？不，并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是这样的。

如果标准普尔指数上涨了 10%，猜猜它们会怎么做呢？对了，它们将会增加 50% 的股票持有。

听起来很滑稽，是吗？有点像阿呆与阿瓜投资一个养老保险基金？对了，记住这一点！在大崩盘的几天里，保险投资组合的投资者同时是同一只股票最大的买家和最大的卖家。看，老板，标准普尔指数下跌了 10%！卖出！卖出！看，老板，标准普尔指数上涨了 10%！买进！买进！（就像疯狂小鸡运作一只投资基金。）

听起来很疯狂，是吗？现在记住这一点。保险投资组合的投资者并不直接卖出股票，计算机程序已经算出：对于他们来说，只卖出一份标准普尔 500 指数的商品合同更合算。这就使得他们卖出了上百万美元的股票，却只需付少量的现金。听起来很酷，不是吗？让我来更清楚地解释一下标准普尔商品合同。

像玉米、糖、棉花和石油这样的商品可以在全世界的商品期货市场交易。最大的期货市场是芝加哥商品交易所。在这些交易中，投资者交易的是在未来交付某一种商品的合同。如果你是一个玉米片的加工商，你想买5 000蒲式耳玉米，但在 9 个月后才要货，你就可以到商品期货市场，用少量的现金购买一份合同，根据合同，你有权利在未来的 9 个月后以一个固定的价格购买5 000蒲式耳玉米。

卖给你合同的人预期在未来的 9 个月内玉米的价格会下跌，因此合同的价格会比他卖给你时的价格低。如果是这样，他就在合同的差价上赚钱了。

在 20 世纪 80 年代后期，一种新的期货合同诞生了。新的合同允许对标准普尔 100 和标准普尔 500 指数的价格走向下赌注。合同的价格与组成一个特定指数的股票价格相同。在交易日，合同价格时刻都在变化，反映了组成指数的基础股票价格的变化。

因此，如果你相信股票市场在未来 6 个月呈上涨趋势，你就可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买进一个商品类合同，它代表组成标准普尔100或标准普尔500指数的一组股票。

像黄金、棉花、小麦和玉米这样的商品期货，就可以在合同结束后，进行实际的交割。比如你买了10 000蒲式耳的小麦期货，如果你想要，你就可以真正拿到10 000蒲式耳的小麦。但是，如果做标准普尔指数期货，那么你得到的是合同签署时与标准普尔合同到期时的差价。因此，一个真正的赌场形成了，投资者和投资机构在这里可以对股票市场的走势下赌注。

从理论上说，既然标准普尔指数合同交易的是现金，那么标准普尔合同与标准普尔基础股票就没有直接的联系，它是一个赌股票市场走势的疯狂世界。

同样类型的股票指数合同也在期权市场发展起来。现在华尔街上那些勤奋工作的人们发现，在真实的证券和不同的指数合同之间存在着套利的机会。

让我来给你们解释一下这类合同是如何运作的。我们以标准普尔500指数合同为例。标准普尔500指数合同以低于在纽约证券交易所交易的价格卖出。华尔街人士会买进标准普尔500指数合同，然后在纽约证券交易所卖出同类型的另一只股票。有趣的是在这种套利游戏中，参与者会买进不止一份合同，他们会一次性买进上千份合同。这就意味着他们要在纽约证券交易所立刻卖出价值上千万美元的股票。如果博弈游戏升温，卖出的股票就会价值上亿美元。

令人疑惑的是，保险投资组合的投资者以标准普尔500指数合同代替了真正的商品。1987年10月19日，星期一，保险投资组合的投资者不仅在纽约证券交易所卖出了价值20亿美元的股票，而且在芝加哥商品交易所卖出了34 500份标准普尔500指数合同，相当于40亿美元的股票。这种大规模的卖出行为导致标准普尔指数合同的价格低于该指数在纽约证券交易所的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，大型投资银行的指数套利者买进了标准普尔 500 指数合同，并在纽约证券交易所卖出该指数，从而利用两个市场的价格差异获取利润。

指数套利者有效地将保险投资组合的投资者抛售标准普尔指数合同的压力转移到合同的相应股票上。这使得组成标准普尔 500 指数合同的个股承担了额外的卖压。而在你明白过来之前，标准普尔 500 指数又下跌了 10%，保险投资组合的投资者又开始了下一轮卖出。还是很迷惑吗?

这种恶性循环会一直进行下去，直到股票价格到达一种不可理喻的程度。而这时，像巴菲特这样的投资者便开始寻找购买机会。（在 1987 年，他就挖掘到了可口可乐公司。)

请记住那些在纽约证券交易所的做市商，他们扮演着“媒人”的角色是吗? 他们必须买进每个人卖出的股票。通常情况下，股市涨涨跌跌，这使做市商有利可图，同时也保持了一个有序的市场。但是当市场只有卖出时，他们在早晨买的股票到下午就会贬值。另外，如果没有人买进，他们就无法卖出在早晨买进的股票，从而兑换出现金，继续在下午买进股票。如果股票连续 5 天大量卖出，做市商的现金耗尽，人们就开始恐慌。一般来说，大型银行会向他们发放贷款，但是在这种情况下，即使是银行也开始害怕起来。

到了整个金融系统崩溃的时候，纽约证券交易所和芝加哥商品交易所的管理机构就关掉了支持交易的电脑程序。它们只用了 5 天时间就解决了问题! 美国联邦储备委员会表示已做好准备，并愿意通过公开市场交易为系统注入更多的资金以支持各个银行。

长话短说，所有的事情都解决了，你和我仍然在这里，还有华尔街上精明的高莫·派尔（美国 1964 年发行的影片《高莫·派尔》中头脑简单的加油站服务员）们。“嘿，高莫! 标准普尔 500 指数又下跌了 10%，该卖出我们 50% 的投资组合了!”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于这次股灾，《华尔街日报》的蒂姆·梅茨（Tim Metz）写了一本很不错的书——《黑色星期一》（*Black Monday*）。我建议大家去看看这本书，还有布兰迪报告，这是政府对这次股灾的官方解释。

这次我们总结出来的教训是，有些大机构进行着大量的股票买卖。它们不关注股票交易背后的企业经济状况。有时这些机构完全不按常规操作，这就为企业前景投资创造了绝好的购买机会。这种机会在1901年被沃伦·巴鲁克抓住，1987年被沃伦·巴菲特抓住。这种机会源源不断地出现，傻瓜总是最贪婪的人，他们为理性投资者创造了良机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 22 章

通货膨胀

若要彻底了解巴菲特的投资哲学，你需要知道什么是通货膨胀，以及它是因何而起。做到了这一点，你又必须了解什么是货币，以及它是如何流通的。

很久以前，人们进行的是实物交易：一头猪可以换一把犁，小麦可以换鱼，一些羊毛可以换来牧师的祷告。后来人们发现很难将所有物品都进行运输，因此就用保留了原来的性质，但体积更小、更便于携带，且不会损坏的实物来交易货物，将其变成了一种通货。现今，世界上有些地方仍然以盐和骆驼的数量来衡量人们的财富。

然而，金银是最常见的通货商品。金银是半稀有商品，便于分割、运输和储藏。因此金币和银币就产生了。不久，世界不再用橄榄油和羊群来定价，而是用金币和银币。以金银作为征税手段的政府开始铸造自己的硬币，以支付军队支出，换取货物和服务来维持国家的运转。罗马人发明了罗马货币。

在美国，人们创立了美元，以不同重量的金币来表示。一块 20 美元的金币相当于一盎司的金子。法国有法郎，英国有英镑，每种货币表示了不同重量的金或银。

20 世纪初发生了一件奇怪的事情。经济运转良好的欧洲国家开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生冲突，引发了第一次世界大战。战争不是免费的，需要有人为它买单。因此，重任落到了控制军队的政府身上。

政府通常从国库支付战争的费用，通过税收来产生军费。然而，当我们进入工业时代时，战争费用变得更加高昂。我们需要买步枪、大炮，需要建造现代化的舰队和飞机。今天，几个巡航导弹的费用就超过了美国独立战争时英美双方的花费。

卷入战争的政府必须紧缩各项开支来筹集战争所需的花费。权宜之计意味着政府采取的政策是发行纸币来交换金币。让我们来看一个政府交易金币的例子。以 100 这个数字为例来表示法郎、马克、美元或者其他货币的数量。如果政府现在印刷了 100 单位纸币，并让公众接受这 100 单位纸币，交换了 100 单位的金币，那么政府就有效地用纸币交易到金币。

这个过程是逐步完成的。在美国，政府下令，金币和银币要以纸制的金银凭据来交换，用这些凭据可以在美国联邦储备委员会赎回等值的金币和银币。我认为这样很好，你呢？不用拖着那些金币到处走，只需携带轻便的美元纸币。

没多久人们就忘记了赎回因素，政府则放弃支付金币和银币。1933 年一个阳光灿烂的日子，美国政府下令私人所有的金币和金条全部交回国库，兑换成美元纸币。从 1933 年到袭击珍珠港时，美国财政部的黄金储备从 82 亿美元上升到 227 亿美元。只需大笔一挥，美国政府就轻而易举地把美国民众的金子国有化了。

有黄金整齐地躺在国库里，政府就可以走出去，在别的国家发动战争。政府深谙这套纸币换黄金的把戏，所以在与别国交易时，它们坚持用黄金支付费用，而不是用那些它们用来说服本国国民用宝贵金属兑换的可笑的纸币。因此一个用黄金交易的标准在不同国家之间形成了。英国财政部可以用从国民那里换来的黄金兑换成美元来购买战争物资。进入第二次世界大战后，美国国库黄金的储备量停止增长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进而开始减少，因为政府在海外动用了黄金储备，将其用于在三大洲进行的战争。

不仅政府进行国际交易，公司也是如此。一个需要美国商品的英国商人必须用美元，反之亦然。在过去，英国商人可以直接用黄金进行支付，或者将黄金兑换成美元纸币。但是自从黄金不再是交易媒介之后，为了方便交易，英国央行或者美国联邦储备委员会就不得不通过本国银行进行兑换。

因此如果你是一个英国商人，想要购买美国商品，那你就需要用美元完成交易。你可以到本国银行，也就是英国央行兑换美元。英国央行将会收取你的英镑纸币，把它们兑换成黄金，然后到纽约的美国联邦储备委员会为你兑换美元纸币。这时英国商人就可以拿着它们去买美国商品了。

所有这些买卖发展成了一个非常有效的系统。任何交易都可以在几分钟内完成。事实上，英国央行会准备一些美元以方便交易，就像美国联邦储备委员会也会准备一些英镑一样。大的英国商业机构会在美国保留一些美元账户以方便交易，而美国商业实体也会在英国保留一些英镑账户。

但第二次世界大战结束后，只有美国的工业没有受到影响，其他国家的工商业界不得不从美国购买几乎所有的生产资料，从而使得这些国家的中央银行比平时用掉更多的黄金来兑换美元——不久它们的黄金用完了。各国的中央银行一个接一个地宣布它们的黄金储备低于世界标准，其货币的价值将由供求决定。

许多国家的中央银行让它们的印钞机不停地运转。如果你需要更多的货币，就去印刷吧。最终，这些过量印刷的货币交换价值相对于美元开始下降。经济学家称之为货币贬值。同样的事情发生在 20 世纪 70 年代初的美国，尼克松使得美国黄金储备低于世界标准，美元的国际价值相对于世界其他货币波动。如果你还记得，美国在打越南战争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，花费惊人，美国政府为了支付战争费用，导致经济发生通胀，并将通货膨胀率推向了两位数。

很久以前，在纸币诞生前，如果一个政府想增加它的财富，就必须得到更多的黄金。它可以去开矿，对商人征税，或者从其他国家偷取。我们前面提到过，著名的荷兰东印度公司是一家公开进行海盗投机的公司，它建造和操控海盗船去洗劫从“新大陆”带回黄金的西班牙船只。

但是，随着纸币的发明，政府只需加快印钞速度来创造新的财富。不可思议吧？自己的制造财富的印钞机！不需要到外面去挖金子就可以直接获得财富。

但是当一个政府让印钞机持续运转时，令人懊恼的事情就会发生：它加快了货币的供应速度。当货币供应增加时，更让人懊恼的事发生了：物价开始上涨。这就是通货膨胀。让我们看一看它是如何发展的。

通货膨胀的根源

为了解释通货膨胀，我们最好来做一个假设。假设你住在一个岛国，在这个岛上，曾经有价值 1 亿美元的金币流通。1 美元的黄金可以买 12 个鸡蛋。如果政府用价值 1 亿美元的纸币代替 1 亿美元的金币，1 美元纸币可以买到 12 个鸡蛋，这样一切都很好。

政府中一些不诚实的人发现他们可以印刷多余的美元，并花掉它们。商人相信他们得到的是原来的 1 亿美元中的一部分，他以 1 美元的价格卖给政府 12 个鸡蛋。政府继续这样做——不劳而获。不久，流通领域里不再是 1 亿美元，而是 2 亿美元。

当政府花去更多的钱时，企业受益了——许多大额的政府合同赚了更多的钱。那些 1 美元卖 12 个鸡蛋的商人注意到人们突然有了更多的钱，并愿意为他们的鸡蛋出更高的价格。他们还发现，当鸡蛋价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨到 2 美元 12 个时，人们仍然愿意购买。

想象一下，你和我在一个拍卖会上，我们都有 50 美元，我们是同一货品仅有的两个竞拍者，我们所能承受的竞拍价是 50 美元。但如果你和我都有 100 美元，我们就可以把价格抬高到 100 美元。

问题是，价格的上涨反映了现金量的增加。卖鸡蛋的人并不比他 1 美元卖 12 个鸡蛋时富有，因为他要向农场主支付更多的钱来购买鸡蛋。农场主也没有变富，因为他要支付更多的钱去买小鸡和鸡饲料。口袋里有 200 美元的人也不比他有 100 美元时更富有。所有的钱只能买到和以前同样数量的商品。

但是政府的游戏是让你用通货膨胀前的价格卖给它通货膨胀后的商品或服务。政府其实找到了一种骗取你货币价值的途径。

自从第一次世界大战后，各国政府都让经济发生了通货膨胀。这就是为什么你在 1960 年用 5 美分镍币购买到的糖果到现在却涨到了 50 美分，或者麦当劳的汉堡从 15 美分涨到了 75 美分，或者一张滑雪票从 5 美元涨到了 45 美元。你可以谢谢“山姆大叔”和那些卓越的政治家们——他们让印钞机不停地运转，让每一件商品的价格不断上涨。

在美国，历史通货膨胀率都在每年 5% 左右。在其他一些国家，像第二次世界大战中的德国以及冷战后的俄罗斯，每年的通货膨胀率维持在 50%。

这损害了我们投资者的利益。如果我们坚持持有美元，它们会损失掉和通货膨胀水平相当的价值。通货膨胀率维持在 25% 的话，你的货币每年会失去 25% 的购买力。因此，巴菲特相信，如果通货膨胀率是 25%，你的投资回报率至少要达到 25%，才能使你财富的真正购买力与通货膨胀水平持平。

巴菲特相信，通货膨胀会时常发生。原因是相对应的通货紧缩对我们的政客们而言就是政治自杀。想想吧，通货膨胀在侵蚀你的财富。30 年前，你花 10 万美元买的房子现在价值 50 万美元，这让你这个房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主高兴了。你相信你变富有了，即使你想卖掉你的房子，你也必须花50万美元才能买到一栋舒适的房屋。30年前，你每年收入2万美元，现在你每年收入10万美元。你以为你挣的钱多了，即使现在10万美元的购买力还不如30年前2万美元的购买力。你以为你变得富有了，其实所有的事情都没有改变。如果你的收入固定，或者你购买了长期债券，或者你把钱放在家里，你的真实财富很有可能是减少的。

那些不得不贷款的金融机构或公司学会了如何利用通货膨胀来获利。它们今天向你借了一笔钱，承诺在未来以通货膨胀后的美元还给你。银行这样做，保险公司也这样做，房地产开发商和大型制造商也是如此。想想那些华尔街偶尔发放的100年期的债券。如果我向你借走10万美元，并承诺在100年以后还给你，你认为那时这些钱的购买力会和现在一样吗？在一个通货膨胀率仅为6%的世界，100年后10万美元的购买力只相当于今天的294美元！

当然，对应通货膨胀的是通货紧缩。通货紧缩发生在价格下降时。听起来很好，不是吗？东西变便宜了。问题是你的薪水也下降了。同样，你的房屋价值也下降了。但是，如果你借了50万美元买了一座新房子，你就会突然发现你的薪水已经下降到无法支付抵押贷款的程度。于是你的麻烦来了。银行取消了你的房屋赎回权。但由于房产价格也在下降，银行最终会损失货币，因为它无法收回借给你的钱。如果这样的情形屡次发生，银行就会变得没有偿付能力，从而最终破产，那些投资银行的人也会失去他们的财富。如果太多的银行破产，太多的人失去财富，那么国家就会陷入严重的经济萧条。经济萧条意味着大规模失业，人们无家可归，排队买面包，饿着肚子投票。政客们开始失去工作，这正是政客们最痛恨的事情。因此，如果在通货紧缩和通货膨胀之间选择，那些政客们通常会选择通货膨胀。

你也许会问政府是否真的可以这样选择。一般情况下，通货膨胀是由增加货币供应量引起的。回到货币供应量由一个国家拥有的黄金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数量决定的年代，要让经济发生通胀就必须增加黄金的供应量。（当西班牙开始从新大陆挖取大量的黄金时，它就在欧洲触发了一轮通货膨胀。）想在一夜之间通过增加黄金供应量来增加货币供应量几乎是不可能的。你不可能“印刷”更多的黄金。但是，在你的货币供应是由纸币构成时，你就可以开动印钞机了。既然通货紧缩意味着政治和经济的毁灭，如果要做出选择，那么政客们通常会选择能带来让人感觉良好的虚幻财富的通货膨胀。

对巴菲特而言，通货膨胀是经济环境里永恒的组成部分。因此，当他进行企业前景投资时，他都会把惩罚性的通货膨胀后果考虑进去。

最后的备忘录：现在又是美国人拥有黄金的时候了。从现在开始到未来的 20 年，联邦政府也许会告诉美国人交出他们的黄金，兑换成……纸币。愚弄我一次，是对你的羞辱。愚弄我两次，是对我的羞辱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第23章
通货膨胀和消费垄断型企业

多年来，巴菲特觉得通货膨胀是他最坏的敌人。对大多数投资者来说也是这样。在经济发生通货膨胀期间，今天承诺用明天的钱来还债是荒唐的。然而，如果房屋所有人在20世纪60年代获得了30年利率为5%的固定抵押贷款，他就可以从通货膨胀中获益，从而增加收入，因为他的抵押贷款利率是固定的。在60年代，公司也从中获益了，它们说服投资者以固定利率向它们放贷，这使它们可以在未来以通货膨胀后的美元偿还贷款。受到损失的是那些投资者，他们损失了货币的真正购买力。他们在60年代借给通用汽车公司的4 000美元（通过购买长期债券）在当年可以买来一辆新车。当通用公司在90年代归还这笔钱时，原则上，这4 000美元只能买一辆四成新的车。几乎没有投资可以逃脱通货膨胀的“税款”。

然而，在1983年，巴菲特发展了一个理论，他认为投资那些具有消费垄断力量，只需要少量资金以维持运转的公司可以从通货膨胀中获利。投资这些企业，通货膨胀可以使你获益，并让你发财致富。

巴菲特以希斯糖果公司（See’s Candy）为例来解释这个现象。在1972年，该公司在800万美元的有形资产基础上盈利200万美元（有形资产是指工厂和设备，与有形资产相对应的是无形资产，如专利权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和版权)。这意味着希斯糖果公司（简称希斯公司）的工厂和设备以及存货，在除去所有费用和税收后，净赚 200 万美元。公司在有形资产基础上盈利 25%（200 万美元 ÷800 万美元 = 25%）。

伯克希尔 - 哈撒韦公司在 1972 年以2 500万美元买下了希斯公司，相当于 8% 的税后收益率（200 万美元 ÷2 500万美元 = 8%）。与 1972 年政府发行的税前收益率为 5.8% 的债券相比，希斯公司 8% 的税后回报率看起来很可观。

现在让我们来看一个经济状况不太景气的钢铁生产企业，它在 1 800万美元的净有形资产基础上盈利 200 万美元。(炼钢的熔炉比生产糖用的锅炉费用要高得多。)

两个不同的企业，净利润都是 200 万美元。唯一的区别在于净有形资产价值不同。希斯公司在 800 万美元的净有形资产基础上盈利 200 万美元，而钢铁生产企业是在1 800万美元的净有形资产基础上盈利 200 万美元。

现在让我们加入通货膨胀因素。在未来 10 年里，商品价格翻了一番，销售额和收入增加了 1 倍。因此两个企业的收入都增加到 400 万美元。这很容易算出来，因为你所需要做的是以通货膨胀情况下的价格卖出同样数量的商品，每个人都用通货膨胀后的收入进行支付。

但还有一个问题。设备磨损了，需要更新。当这两个企业更换它们的净有形资产时，对希斯公司来说是 800 万美元，而更新需要 1 600万美元。不仅糖果的价格成倍增加，工厂和设备的价格也成倍增加了。而钢铁生产企业的净有形资产是1 800万美元，更新费用高达3 600万美元。

你更想拥有哪个企业——希斯公司，需要1 600万美元，还是钢铁生产企业，需要3 600万美元？明白了吗？钢铁生产企业比希斯公司需要多投资2 000万美元，但利润却与希斯公司相同。

想想希斯这类企业的好处吧。几乎不用更换工厂和设备，它们就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以在很小的净有形资产价值基础上产生较大的利润。通货膨胀给这类企业一个更高的市盈率——比钢铁生产企业的高，因为钢铁生产企业需要更高的净有形资产基础。股票市场看到了这个经济窍门。

虽然通货膨胀对很多交易是不利的，但确实可以为投资消费垄断型企业的股票持有者带来收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 24 章 关于税收

你知道什么是税收。但是，我不能确定你对此了解的深度。这本书既然是写给每一个对投资感兴趣的人，我就有必要利用本书的一两页来讨论税收在投资过程中的影响。巴菲特认为税收对投资有很多影响，但不用担心，我会化繁为简。

对大多数投资者来说，税收是事后的事情。对巴菲特而言，它们在投资选择以及持有过程中起着非常重要的作用。

当一个企业当年盈利时，它要缴纳企业所得税。一个企业的净收益是税后数字。每股收益也是税后数字。因此当我们说 X 公司每股盈利 10 美元时，我们其实是在说，企业缴过收入所得税后每股收益为 10 美元。

一旦一个企业上缴所得税后，它可以做三种选择：支付股息，留存收益并将其投入到现存资产中，或者两者都做。

让我们来说说每股收益 10 美元的这个公司。它可以把所有收益用来支付股息，或者保留所有收益，或者将两者结合起来——7 美元用于支付股息，3 美元留下来。（企业不需要经常从收益中支付股息，它们可以进入资产基础，从那里支付股息。这样当然会降低企业的资产净值。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果企业向股东分红，股东必须申报这项收入，并缴纳个人所得税。如果你持有 1 股 X 公司的股票，它给你 10 美元的股息，你需要为此缴纳收入所得税。如果你处在 31% 的纳税等级，你要支付每股 3.1 美元的税款，因此你的每股收益降低到 6.9 美元。

但若公司选择将每股 10 美元的收益保留，将之加入到公司资产基础中，股东就不用为这 10 美元缴税了。

因此，如果 X 公司保留收益，个人的税收就可以避免了。

当一个投资者——不论是个人还是公司——卖出股票时，投资者必须为收益缴纳资本利得税。个人最高缴纳 20%。公司的收入所得税率一般为 35%。税收的比例和持有期会周期性地变化，这反映了政客们和政府的一时兴致。

公司支付给其债券持有者的利息根据个人或公司所得税等级征税。美国规定个人所得税率最高可达 39.6%。州和国家联合制定的个人所得税率甚至可以更高。国家制定的公司收入所得税率可达 35%。

一家公司向另一家公司支付的股息以国家和州联合制定的税率征收，大概是 14%。对个人而言，则按他们的定期收入征税。也就是说，公司比个人有优势，个人的股息收入要按照国家和州规定的个人所得税率缴税。

人们可以写出名目众多的税收名称，但每过几年它们就必须更新，因为税率总是在不断变化。记住，税收总是代替政府收取你的投资收益。因此，我们在整本书里强调税收在投资过程中的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 25 章

通货膨胀和税收对收益率的影响，以及将投资收益率定为 15% 的必要性

巴菲特经常说，现实世界的通货膨胀和税收极大地改变了投资者的回报。他认为，如果我们生活在一个通货膨胀率为 5% 的世界，那么我们资产的实际购买力每年都会下降 5%。

正因为如此，我们要将手里的货币进行投资，否则，我们的财富若以现金方式留存，它们很快就会丧失购买力。

如果货币以 5% 的速度贬值，我们必须要有 5% 的收益率以抵消通货膨胀。但是，5% 的收益率带给我们的购买力实际增长率为 0。这不是什么好事情。

在一个通货膨胀率为 5% 的世界里，我们需要 5% 的收益率来平衡购买力；在 10% 的世界里，我们则需要 10% 的收益率。

税收的影响

税收是硬币的另一面。若达到 5% 的收益率，收入所得税可以减少 5% 中的 31%，这意味着我们最终只有 3.45% 的收益率。也就是说，在一个通货膨胀率是 5% 的世界里，缴纳个人所得税后，我们每年将损失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.55%的购买力，情况同样不妙。

因此，在5%的通货膨胀率和31%的收入所得税率的情况下，我们每年至少需要7.2%的投资收益率来保持平衡，这样我们的财富才不至于缩水。

也就是说，如果你想增加你的财富，就必须保持每年7.2%的收益率。如果你所投资的公司股票回报率为8%，那么实际上，你的投资的回报减去个人收入所得税——大约是31%的税率（要根据你的税收等级而定）——意味着你将获得5.5%的税后收益。扣除5%的通货膨胀率之后，你的实际收益为0.5%。

如果把通货膨胀率增加到9%，税收比例增加到40%，也就是20世纪70年代的情况，为了保证你的财富购买力不变，收益率必须在15%以上。（15% - 15% × 40%税率 = 9%，9% - 9%通货膨胀率 = 0%。）

在美国过去的二三十年里，我们已经看到了两位数的通货膨胀率和高达50%的税率，以及更高的个人收入所得税率。巴菲特开始相信，政客们会不断试图使经济发生通胀，同时提高税率。因此，他为自己的投资定下了最低税前年复利收益率——大约15%。

有趣的是，格雷厄姆在1951年版的《证券分析》中认为“长期的通货膨胀趋势会伴有同样麻烦的通货紧缩”，并且“普通股票无疑是最理想的保护或者对通货膨胀的‘对冲’，但在这一点上，它们比现金或者债券对投资者更有用”。

总之，如果你想提高实际购买力，那么你的投资收益率至少要与通货膨胀率和税率的影响相当。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第26章
分散投资和集中投资

巴菲特认为，有的人之所以进行分散投资，是为了避免自己在投资中出现的愚蠢行为。由于缺乏智慧和专业知识，他们不能将大量资金集中投资于小部分企业，因此，他们必须通过将资金分散在许多不同的企业来避免由于愚昧和无知所造成的损失。

我们知道，格雷厄姆的投资策略是，在他的投资组合中至少需要持有一百种股票。他这样做是为了规避风险，以防止他所投资的部分企业和股票不能达到预期的盈利。他认为，商业的本质在于各种数字的组合，所以他并不真正关心和深入了解他所投资的企业。

巴菲特曾经也一时遵循过格雷厄姆的策略，但最终他发现这样的策略使他更像是拥有一个动物园，而并非一个股票投资组合。随后，他转向用芒格和费雪的方法进行分析，结果发现，与格雷厄姆的策略相比，这两人使他能够更好地了解他所投资的企业。

费雪虽然认为适当的分散投资是有必要的，但把分散投资看做是一种投资宗旨就未免失当了。（他指出，有的愤世嫉俗者就持有这种观点，因为对于那些保守型股票经纪人来说，这种投资方式是一种极其简单的理论。）他认为，一些投资者由于惧怕将所有鸡蛋放入同一篮子的风险，最终将鸡蛋分散放置于许多不同的篮子中，而这样却使许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

篮子的鸡蛋被打碎，同时，投资者也无法将精力集中于所有篮子中的鸡蛋。费雪认为，大部分投资者由于投资过于分散，最终拥有很多种股票，从而使他们难以甚至根本无法了解自己到底将资金投资在哪些行业。

伟大的英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）的晚期著作对巴菲特的影响很大。在投资领域，凯恩斯是一名颇有声望的专家，他说，他曾将其大部分资金配置于少数不同的投资——那些他能够充分理解其投资价值的优质企业。

巴菲特采纳了集中投资的方法，这意味着他会投资于少数几种他真正了解的股票，并打算长期持有。问题在于他是否有必要对这种投资倾注全部精力。巴菲特相信，正是认真的态度使得他能够回答投资于何处、以什么价格进行投资能够降低风险等问题。仅投资于一些杰出的企业，并以合理的、能够降低损失概率的价格买进是巴菲特一直遵循的投资策略。

巴菲特常说，如果一个人的一生仅限于做 10 次投资决策，那他犯错误的次数会更少。而针对这仅仅 10 次决策的机会，你难道只会倾注少量的心血？

令人惊讶的是，一些聪明、勤快的人会轻易地将大部分净资产投资于自己几乎一无所知的公司。但如果让他们投资于一个本地的企业，他们反而会质问一连串的问题。若股票经纪人打电话对他们进行游说，那接下来的事情则可想而知：他们将成为某个外地企业的股东。

巴鲁克曾说："要跟上股票价值变化的节奏，必须花费一定的时间和精力。如果一个人要了解少量问题，则他可获知全部；但若要了解大量问题，则可能毫无所获。"

顺便说一句，巴鲁克是一位既长寿又非常富有的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第27章

如何把握卖出时机

商业投资被认为是50%的科学、50%的艺术以及100%的传说。在华尔街的传说中，“卖出”与一句古老的格言有关，即如果在获利点出售，永远不会有人破产。而巴菲特对此的回应是，若是这样，永远不会有人真正获取大量财富。（最后一句话应该会引发你一个巨大的疑问。奇怪了，为什么巴菲特认为这句古老的格言不会让你成为富人呢?）请注意，本章的部分内容会出现在书中的其他章节中。我们认为将所有有关出售的问题放在一起讨论会比较有益。因此，如果它看起来眼熟，则可能就是同类问题。

格雷厄姆对待出售的方法

最初，巴菲特遵循格雷厄姆的方法出售股票。我们知道，格雷厄姆认为，如果某只股票达到了其内在价值，则应该是理论卖出点。对此，格雷厄姆解释道，如果错过了那一点，该股票则几乎失去了其潜在利润，这时，最好是寻找另一种价值低估的情形。

如果格雷厄姆以每股15美元买入一只股票，并判断其内在价值在每股30~40美元之间，那么当股价达到每股30美元时，他会将其卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出。而后，他会将全部收益再投资到另一种价值低估的股票上。

如我们先前提到的，格雷厄姆发现，当以低于其内在价值的价格购入一只股票之后，持有该股票的时间越长，则投资的年复利收益率就越低。比方说，你以每股 20 美元买入一只股票，其内在价值为每股 30 美元，若在持有它的第一年股价就涨到每股 30 美元，则你的年收益率为 50%；然而，若该股票花了两年时间才涨到其内在价值的价位，则你的年收益率便降至 22.4%；如果花费了 3 年，你的年收益率会进一步降至 14.4%；若 4 年则降为 10.6%；5 年为 8.4%；6 年为 6.9%；7 年为 5.9%；8 年为 5.1%，依此类推。总之，持有时间越长，你的年复利收益率就越低。对于这一问题，格雷厄姆的解决办法是：当一家公司股票的市场价格充分低于其内在价值，低到能够支撑你的安全边界时，你才买进。为了完全实现股票的内在价值，如果你持有该股票很长时间，这种安全边界就可以保护你，保证你的年复利收益率不会太低。而所需安全边界的大小取决于你认为投资要涨到其内在价值所需要的时间。预期的时间越长，所需要的安全边界就越大；如果预期时间很短，或许较小的安全边界就已经足够了。

然而，格雷厄姆还有另一个问题，即如果股票价格永远都无法涨到其内在价值，那该怎么办呢？如果市场不能完全实现股票的内在价值该怎么办？我们应该等待多久？两年？5 年？

他的答案是 2 ~ 3 年。他的解释是，如果到那时股票都无法达到其内在价值，那么可能永远都无法达到了。在这种情况下，我们最好卖出股票，以寻求新的投资机会。

巴菲特的方法

巴菲特发现这些补救办法并不能真正解决价值实现的问题。他发现，在大多数情况下，他都会抛弃无法涨至预期内在价值的股票。即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

便是投资的股票达到了其内在价值，在卖出以后，投资者还得向美国国税局缴纳一定的资本利得税。因此，他认为格雷厄姆的解决办法还有待改进。

对此，查理·芒格和菲利普·费雪提出了另一种解决办法。他们主张，如果购买了一家优质企业的股票，该企业一直处于增长态势，且该企业将股东的经济收益视为其管理中最重要的内容，那么，永远不要出售该企业的股票，除非上述情形发生了改变，或者出现了更佳的投资目标。他们相信，如果遵循这样的策略，投资者一定能获得丰厚的收益，同时，通过利用留存收益，投资者还可以充分受益于企业的复利效应。

为了实施这一策略，巴菲特必须放弃格雷厄姆的方法，即不能仅仅根据价格来购买股票。他开始基于企业的经济性质来进行投资决策，于是，那些有着高股东权益回报率、可识别的消费垄断力量以及以股东为本的管理理念的优质企业成为了巴菲特的首选对象。

价格仍然决定了巴菲特对股票的选择，以及他的年复利收益率。不过，他一旦购买了某一只股票，就会长期持有，只要该企业的经济状况不会明显恶化。

通过这一策略，巴菲特牢牢把握了几次成功的投资，包括《华盛顿邮报》和盖可保险公司，在这两项投资中，他过去 20 年的年复利收益率竟高达 17%，甚至更高。他认为，这些公司价值扩展潜力很大，如果长期投资，便可以获取丰厚的收益。即便它们的股价时常会超过格雷厄姆所谓的内在价值，巴菲特也会坚持继续持有它们。拆除了花园的杂草，我们接下来就只待开花结果了。

熊市和牛市——何时卖出

“下一个熊市即将来临！”许多投资者曾屡次成为这种威胁的牺牲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品。或许这样的威胁首先始于《华尔街日报》或《华尔街周报》（*Wall Street Week*）。你的股票经纪人不断打电话游说你采取保守型投资策略，从而意味着你不得不套现你的部分资产。（这正好中了经纪人的圈套，因为他们可以从中赚取你出售股票的佣金。同时，他们还会再次为你进行投资，从而可以再一次赚取你的佣金。）

费雪认为，这样处理事务是一种愚蠢的行为。首先，熊市未必每次都如预期那样到来；其次，这些华尔街的算命先生往往是毁誉参半。如果你出售了你的英明投资，而熊市可能仅仅是有所征兆，最终仍旧保持上涨行情，那这时，你已经错过时机。

这时，你可能会说，即使熊市没来，我还可以再次买回原来的股票，但若熊市真的来临，我便可以在低价位重新买回它。首先，当你出售股票的时候，你已经支付了一定的资本利得税和经纪人的手续费，这意味着你现有的资金会比初始资金有所减少。倘若熊市没有来临，你需要花更多的钱来买回你的股票。其次，如果熊市真的来了，你想购回股票，那你必须等到股票价格大幅下滑，直到能够弥补你所支付的资本利得税和经纪人佣金时才能购买。

费雪还说，他知道，即便熊市已经开始显现，也很少有人重新进行投资。当占卜者的预言实现时，面对真正的恐惧，人们通常已经麻痹了。

对于这一话题，伯纳德·巴鲁克用一句忠告总结了自己的体验："不要试图在最低点买进，在最高点卖出。因为，你永远都无法做到，除非你在说谎。"

对于这些所谓的熊市/牛市市场理论，巴菲特的应对办法是置之不理。他能做到这一点是因为他是基于价格来购买一家企业的股票。如果价位过高，投资收益率就不高，那他不会买进。不管市场行情如何，对他来说这些都无关紧要，并且他也根本不会去考虑这些。他所考虑的是自己一直关注的企业，以及他是否能够以合理的价格买进该企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票。

巴菲特意识到，在无法预知的牛市，可以涌现许多绝佳的机遇，但他同样知道，在熊市，许多公司的股票被贱卖的时候，也可以为他提供巨大的商机，发现真正值得称道的交易。

在 1987 年的股灾中，整个市场趋于疯狂，人们纷纷抛掉手中的股票以规避风险。这时，巴菲特却一直站在深渊的底部等待他钟爱的企业。果然，当可口可乐公司的股价遭受重创时，巴菲特见时机成熟，一举追加了 10 亿美元。他没有选择出售股票以套取现金，也没有袖手旁观，而是将别人公认的恐惧看做一种机遇。巴菲特之所以能这么做，是因为他是根据企业前景来进行投资决策的。

小　　结

正如我们所说，巴菲特只喜欢长期持有消费垄断型企业的股票，并且企业通过扩股或回购的手段，保证每股收益的持续增长，因为每股收益的持续增长最终会抬高公司股价。巴菲特发现，尽可能长期地持有投资会更有意义，即便在市场过于高估股票价格的时候。

巴菲特想让复利尽可能久地维持下去。当然，他也会通过短线操作获取可观的收益，但是他一直在追寻暴利，这也正是他能成为世界上最富有的人之一的原因。因此，要像他那样富有，你必须使你的资金长期保持较高的年复利收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第28章
巴菲特的各种投资

沃伦·巴菲特曾将他的大量财产投资于许多不同类型企业的证券。我们知道，巴菲特的投资首选是完全收购一家经济状况出色、管理优秀的企业。但当这一目标无法实现时，他也会长期投资这类企业的普通股票。

巴菲特也投资于：

- 长期固定收益证券
- 中期固定收益证券
- 容易变现或等同现金的短期投资
- 短期套利交易

巴菲特并不是特别钟爱这些投资，这些投资都不能给巴菲特带来巨大的收益。可是，当巴菲特等待良机以完全收购一家企业或长期持有该企业的普通股票时，这些投资方式能够使他闲置的资金赚取一定的收益。也正是这些投资在很大程度上迷惑了媒体和公众的视线，使他们无法辨别巴菲特的真实意图——是准备完全收购一家企业还是长期投资其普通股票。

本书的大部分内容都涉及巴菲特长期投资普通股票的企业前景投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资策略。所以在这一章里，我们想讨论一下巴菲特其他的一些投资，并探究企业前景投资是如何在这些投资选择中发挥作用的。

长期固定收益证券

一般来说，巴菲特几乎不会投资于长期固定收益证券（长期债券）。因为这意味着将资金套牢在收益率较低的投资上。同时，巴菲特还认为，通货膨胀是困扰着我们政治经济的一个永恒话题，较高的通货膨胀率可以轻而易举地剥夺任何长期固定收益证券投资的价值。

可是，当市场为其提供了一种特殊的环境，能够带来相当的收益率且风险可承受时，这便是一种特例。而巴菲特投资于华盛顿公共电力供应系统（WPPSS）就是在这种非常环境中的一次杰作。

在 1983 年 10 月至 1984 年 6 月期间，巴菲特先后投资 1.39 亿美元购买了 WPPSS 的 1 期、2 期和 3 期债券。而 WPPSS 在已发行的债券中仅有 22 亿美元未及时偿付，并在此基础上构建了 4 期和 5 期债券。

巴菲特扩展了他的准则，他用准备收购整个企业的资金购买了 WPPSS 的债券。他 1.39 亿美元的 WPPSS 债券将给他带来每年2 270万美元的免税利息收益。巴菲特计算，这相当于大约每年 16% 的税后收益率。

如果使用企业前景投资的基本原则来计算，在 1984 年，2 270万美元的税后收益相当于大约4 500万美元的税前收益。巴菲特估计，如果收购整个企业，要产生2 270万美元的税后收益，将花费他大约 2.5 亿 ~ 3 亿美元，这几乎是对 WPPSS 债券投资的两倍。

因此，在巴菲特看来，企业前景投资理论又产生出一个债券子理论，这里的债券就好比一家企业。巴菲特注意到，该债券/企业有一个最大值——2.05 亿美元，即债券的票面价值，这比他所支付的 1.39 亿美元仅高出 48%。他还注意到，在当时，大部分企业的上行空间都很有限，除非你追加投资。由此看来，有限的经济增长潜力并没有使巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特感到困惑。再加上 WPPSS 债券的利息均是以现金支付，因此，巴菲特可以有效地将从企业中获取的收益重新分配至别处。

如果债券投资能提供绝对比其他企业投资更好的收益机会，巴菲特就会将资金全部投资于债券。

中期固定收益证券

巴菲特一直将中期固定收益的免税证券视为一种现金等价物，比如美国财政部发行的国库券。1986 年，他购买了大约 7 亿美元的免税债券，其中大部分有效期为 8 ~ 12 年。巴菲特认为这些债券尽管只是一些普通投资，但是，它们却是保持资产为现金等价物的最佳选择，比如国库券。

他购买它们，但如果其他投资需要资金，他就会随时卖掉它们。采用这一策略，若巴菲特在利率上调以后卖掉它们，可能就会产生亏损。但是，他相信，任何可能出现的亏损都会通过长期投资某一优质企业所获得的潜在收益来弥补，比如可口可乐公司就是如此。

巴菲特曾考虑投资于冠军国际公司（Champion International）、所罗门兄弟公司和 USAir 公司的可转换优先股，并由此开始这类中期固定收益证券的投资。一些关注巴菲特的人很长时间都被这些可转换优先股投资所迷惑，当他们纷纷涌去寻找一些消费垄断型企业或潜在的业绩优异的企业时，却已经不存在满足这些条件的企业。吸引巴菲特进行这些投资的是优先股股息的税收优惠以及优先转换后股票的利润率上升潜能。注意，我说的是“利润率”！冠军国际公司、所罗门兄弟公司和 USAir 公司最多只能算得上是普通企业，它们可以为投资者产生平均水平的收益。不过，与巴菲特选择的其他公司相比，它们并不属于优质企业。

那么，为什么巴菲特会投资它们呢？就拿所罗门兄弟公司来说，1987 年，巴菲特花了 7 亿美元，以每股1 000美元的价格买下了该公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9% 的优先股。优先的条件是在 3 年之后，巴菲特可以根据自己的意愿随时将优先股转换为所罗门兄弟公司的普通股。同时，在以上交易条件下，如果巴菲特选择不转换优先股，则所罗门兄弟公司必须从 1995 年开始，在 5 年之内，以每年 14 万股的速度赎回优先股。这意味着，如果巴菲特想转换优先股，则他可以把所罗门兄弟公司 7 亿美元的优先股兑换为该公司的普通股，这大约相当于1 850万股所罗门兄弟公司的普通股。或者，如果巴菲特选择保留优先股，则从 1995 年开始，他可以选择按照每年赎回的交易条件将其转换为普通股，也可以选择兑换现金。（为了不让你产生疑惑，下面我们进一步对他的这项投资进行阐述。在 1995 年，巴菲特选择套现，他说现金会有更好的用途。在 1996 年，他选择转换所罗门兄弟公司的普通股，他用这些普通股来为价值 5 亿美元伯克希尔短期债券的发行做保，这些债券可以转换成所罗门兄弟公司的股票。对于巴菲特来说，可转换的伯克希尔短期债券是一种非常明智的选择，他可以卖出 882.5 万股所罗门兄弟公司的普通股，同时避免直接将其倾销给市场。）

从经济的角度来讲，所罗门兄弟公司会更愿意每年支付巴菲特 9% 的股息。股息对于个体股东而言，会被征收所得税。如果将股息支付给个体股东，这意味着他最终要将大约 31% 的收益支付给美国国税局，这样 9% 的收益实际上在税后只有 6.21%。

但是，在巴菲特这个案例中，他的控股公司——伯克希尔－哈撒韦公司购买了所罗门兄弟公司 9% 的可转换优先股。这里的优势在于，若公司收益来自于另一家公司，则所得税的税率可以打折。事实上，当股息来源于另一家公司时，伯克希尔公司只需支付 14% 的股息所得税。

这意味着伯克希尔公司在 9% 的所罗门可转换优先股上的税后收益大致为 7.7%。对于伯克希尔公司来说，要赚取 7.7% 的税后收益相当于必须在业务营运上赚取大约 11.8% 的税前收益。因此，从企业前景的角度来看，巴菲特仅仅是购买了一家能赚取税前年收益率为 11.8%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或税后年收益率为 7.7% 的“可转换优先企业”。

巴菲特很清楚，当他投资于所罗门兄弟公司 9% 的可转换优先股以后，伯克希尔公司将无法用这笔资金投资于一家优质企业并以较高的价格出售而获取收益。他也明白，对所罗门兄弟公司的投资将不会带来如伯克希尔公司下属所有信托公司所产生的收益。

不过，巴菲特还知道，所罗门兄弟公司 9% 的可转换优先股所产生的收益将高于伯克希尔公司普通固定收益投资组合所产生的收益。在 1986 年，也就是伯克希尔公司购买所罗门兄弟公司 9% 的可转换优先股的前一年，这种投资组合价值 12 亿美元。可转换优先股投资往往为巴菲特的大量资金提供了一个有利可图的安置之所，以便他等待更好的时机出现。

容易变现或等同现金的短期投资

巴菲特会定期大量持有美国政府、其他一些精选企业以及某些市政府的短期债券。其中，没有一个契约的有效期会超过 1 年。他将这种债券视为一种短期投资，虽然收益不多，但是总比放在家中闲置强。

短期套利交易

在巴菲特的所有投资中，这是最重要的工具之一。因此，我们决定专门用一章来介绍短期套利交易，在这一章里，我们将详细介绍巴菲特是如何进行套利交易的。由于这一章涉及很多方程式，所以我们将其安排在本书的第二部分——巴菲特高级法则。如果你现在对其感到好奇，那你可以直接阅读第 43 章。

现在，你已经知道该投资哪类公司，接下来就该学习计算买价的方法了。在下面的“巴菲特高级法则”中，你将阅读到相关内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分
巴菲特高级法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你刚刚看完了本书定性部分的内容，下面要学习的是定量部分的内容。这是一个数学学习阶段，其中涉及很多方程式，它们会有助于你判断股票的市场价格是否具有商业意义。要充分理解巴菲特法则，这部分是必不可少的。你必须掌握其中的技能，才能从企业前景角度更好地执行投资计划。我们将尽力让这些方程式易于接受和理解。如果你有我们之前提到过的财务计算器，那么，这些数学问题就可以迎刃而解了。

“数学工具”一章为本部分的关键内容。开始的许多章节介绍了一些数学测试的方法，它们可用来帮助你判断什么价格的投资才具有商业意义。本书用了一章的篇幅从分析师的角度来确定投资的获利能力。接下来的章节主要致力于案例研究，教你学会如何利用赚到的钱。然后是题为“巴菲特如何开始他的投资旅程：投资媒体”的一章，教你如何像巴菲特那样启动自己的投资合伙企业。最后，我们列出了巴菲特曾经投资过的54家公司作为结束，这些公司只是他投资领域的一部分，这一章的标题为“等待完美一掷”。

你准备好了吗？那我们开始吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第29章
分析师在确定获利能力中的角色

巴菲特使用了一系列数学计算方法来确定他感兴趣的企业的获利能力。通过确定企业的获利潜力，他就可以估算出他预期投资可以得到的年复利收益率。如同格雷厄姆那样，巴菲特也发现，对于一些企业来说，它们在未来几年中的收益和股息是可以进行推算的。

尽管华尔街是一个又一个金融分析师的发源地，但是他们对于企业的长期预测却从不感兴趣。他们辩解说，准确地估算当年或来年收益是一件极其困难的事情。作为一项规则，华尔街分析师宁愿对公司未来收益进行相对短期的估算，通常是 12 个月或者更短，定量的咨询仅限于此。

格雷厄姆在《证券分析》中声称，其余华尔街分析师的研究在本质上是定性的。他后来还说过："定性导致一种普遍的看法，即看重企业的名望和前景，这些主要在描述项中进行说明。"

这类典型研究在进行购买推荐时最为明显，只是如今这类方法已经发展得更为小心翼翼和谨慎周到。在一些案例中，股票被称做"便宜"和"有吸引力"，因为相对当前收益或未来走势而言，股票价格是比较低的。虽然这种方法很重要，但是却难以用于投资决策，因为在短时期内，价值不可能在收益的基础上很好地建立起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆接着说："要是分析师能够确定独立于市场行情之外的一些客观价值的话，那他就可以通过判断一只普通股票来从事更为可靠或者更为专业的工作，因为他可以用这些客观价值来对比当前价格。"

在格雷厄姆的世界里，只有当企业表现出长期的获利能力时，其下一年的收益才显得重要。他认为，只有对具有长期收益前景的企业形成长期投资理念，投资者才能够获得最大的获利机遇。

这正是巴菲特在证券分析理论中有所建树和提高的地方。巴菲特为鉴定企业开发了一套选择标准，从而可以鉴定和预计企业的长期获利能力。通过这一点，比起那些业绩平平、目光短浅的分析师，巴菲特可以更好地看到企业长期投资的价值。

你的角色是作为分析师/投资者来识别那些具有长期获利能力的企业，然后，再根据这些企业提供的收益做出你自己的投资决策。

要洞察企业可能提供的预期收益前景，并判断其长期前景是否可预计，我们有必要学习使用一些数学方程式。这些方程式将有助于我们更好地理解我们所讨论的企业的经济实现问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第30章 数学工具

在已知价格的基础上，为了估算潜在投资是否具有商业意义，我们需要使用一些数学工具。在大多数情况下，这些工具的使用方法都是很容易被掌握的。

在你使用计算器之前，首先，你必须确定公司的性质，认清能够决定公司未来收益并且可以预见的关键问题。接下来，你必须弄清楚，这是一家受益于消费垄断的优质企业，还是一家注定业绩平平的商品类企业。另外，你还要弄清楚，这家公司的管理人员是否正直且胜任，他们有没有把为股东获取最大利益作为自己的职责牢记于心。

我们知道，尽管巴菲特相信，管理不善很难真的毁掉一家大型消费垄断型企业，但是管理不善会造成投资者难以从大型消费垄断型企业的经济状况中受益。就我们观察，在这一方面，20世纪70年代的可口可乐公司就是一个极好的例子。可口可乐公司具有不可思议的消费垄断性质，但是在70年代，公司的管理层似乎不懂得如何提升公司股票的每股价值。结果，公司陷入休眠状态，以待更具智慧的管理者的到来。这个人终于来了，1980年，罗伯特·戈伊苏埃塔被任命为可口可乐公司的总裁。戈伊苏埃塔立即拾起这个大球，他跑步带球，并一次又一次地触地得分，提高了可口可乐公司的每股收益，使得股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格如火箭升空般飙升。

作为一名投资者，你还必须弄清楚公司的管理层是否有能力将资本有效地配置到有利可图的地方，这可以通过大量计算来得出结论。企业的经济性质确定后，接下来，你可以使用以下详细介绍的其他计算方法来确定股票的售价是否具有吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第31章

测试1：一看即知的收益可预测性

这是最简单，也可能是最基本的一种测试方法。尽管每名证券分析师在第一次完成这个测试时，他或者她的眼睛都会扫一眼《穆迪指南》或《价值线》，但是几乎没有人将其看成是一种计算。不过，它的确是一种计算，因为，这是你开始进行统计分析所必经的首要阶段。简单来说，你只需看一眼几年来股票的每股收益，并进行比较。这些收益是否一致？收益呈向上发展趋势还是像过山车般上下来回浮动？

这种诸如《穆迪指南》或《价值线》的服务提供了一张历史收益情况表，使你能够非常简单地对比每年的数字。

从收益表来看，你投资的公司像公司Ⅰ还是像公司Ⅱ呢？

与公司Ⅱ相比，公司Ⅰ的收益更具有可预测性。

即使你不是一个天才，也能看懂这一表格。看了公司Ⅰ的收益，你可以告诉大家，除1988年之外，该公司每股收益每年都在增长，在1988年，每股收益从1.64美元降至1.60美元。看了公司Ⅱ的收益，我们可以得知，该公司收益时涨时跌，并没有一个明显的趋势。

快速问答：此刻你更乐于预测哪家公司的未来收益呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司Ⅰ		公司Ⅱ	
年份	每股收益	年份	每股收益
1983	1.07 美元	1983	1.57 美元
1984	1.16 美元	1984	0.16 美元
1985	1.28 美元	1985	0.28 美元
1986	1.42 美元	1986	0.42 美元
1987	1.64 美元	1987	-0.23 美元（亏损）
1988	1.60 美元	1988	0.60 美元
1989	1.90 美元	1989	1.90 美元
1990	2.39 美元	1990	2.39 美元
1991	2.43 美元	1991	-0.43 美元（亏损）
1992	2.69 美元	1992	0.69 美元

你应该会选择公司Ⅰ。即使你只知道公司近10年的收益，你也可以通过这些数字得出以下结论：（1）这家公司盈利丰厚；（2）这家公司的盈利具有上涨趋势。接下来，你的问题应该是，是什么样的经济动力导致了这种情况的发生呢?

从格雷厄姆的观点来说，公司Ⅱ也可能具有一些投资价值。但从巴菲特的观点看，缺乏坚挺的收益表明公司Ⅱ的未来收益将无法预测。因此，格雷厄姆可能会同时投资公司Ⅰ和公司Ⅱ。但是，巴菲特在一瞥之下就只会考虑公司Ⅰ。

我们已经提到过，格雷厄姆曾经说，要知道一个人是不是胖子，你并不需要知道他的体重。这同样适用于考察公司的历史收益情况。当调查一家公司的收益情况时，你需要做的第一件事情就是将最近7～10年的每股收益数据收集起来，看眼前出现的是一幅稳定的图表还是不稳定的图表。我们会举很多案例，如果你对其中一些地方不怎么明白，不要害怕，继续前进。一旦了解了你现在所学的内容，如果有什么地方引发了你的兴趣，千万不要畏缩，继续深入地挖掘下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一看即知的收益可预见性应用

我们将这一测试方法应用于巴菲特 20 世纪 90 年代购买的可口可乐公司的普通股票。（所有可口可乐公司例子中的股票价格均为 1996 年股票拆分调整后的价格。）

1994 年 8 月 8 日，巴菲特以每股 21.95 美元的价格买入了257 640 股可口可乐公司普通股。

当巴菲特第一眼看到可口可乐公司的每年每股收益时，他看到的就是下面这些数字。

年份	每股收益
1983	0.17 美元
1984	0.20 美元
1985	0.22 美元
1986	0.26 美元
1987	0.30 美元
1988	0.46 美元
1989	0.42 美元
1990	0.51 美元
1991	0.61 美元
1992	0.72 美元
1993	0.84 美元
1994	0.98 美元（预期）

很容易看出，在 1983 ~ 1994 年期间，可口可乐公司的每股收益一直很高，基本处于上升趋势，且上升速度保持稳定。

1994 年，可口可乐公司通过了巴菲特的第一次测试。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第32章

测试2：确定你的初始收益率

这种计算教你如何通过具体价格预计初始收益率。

比如说，1979年，资本城公司的股价为每股3.80美元（当时它的确是这个价格），其当年预期每股收益为0.46美元。这意味着1979年，如果你以每股3.80美元的价格买入该公司的股票，可以算出来，你当年的初始收益率将为12.1%（0.46美元÷3.80美元=12.1%）。

巴菲特在1988年以每股5.22美元的价格购买可口可乐公司股票，而该公司在1988年的每股收益为0.36美元，他可以算出自己的初始收益率为6.89%（0.36美元÷5.22美元=6.89%）。1994年，巴菲特以每股21.95美元的价格买入可口可乐公司的股票，而1994年其每股收益为0.98美元，这样他的初始收益率就等于4.5%（0.98美元÷21.95美元=4.5%）。

巴菲特将初始收益率同预期收益增长率相结合，预计他在1994年购买的可口可乐权益/债券的收益率为4.5%，该收益率将随着可口可乐公司每股收益的增长而增长，预期年增长率为17%～19%。

巴菲特和格雷厄姆也正是从中得出了买入价格决定收益率的理论。价格越高，收益率越低。价格越低，收益率越高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第33章

测试3：确定每股收益增长率

公司对于股票每股收益增长的管理能力是公司股东价值增长的关键。为实现每股收益增长，公司必须将其留存收益用于生成更多的每股收益。每股收益经过一段时期的持续增长，必然导致公司股票市场价值的上涨。

用来检验公司每股收益提升能力的一个真正简单快捷的方法就是列出最近10年和最近5年公司每股收益的年复利增长率。这些数据将告诉你公司每股收益年复利增长率的总体运行情况。我们用这两组数据就可以看清公司的经济状况是否真正适于长期性投资，以及公司管理人员的短期经营业绩是否符合公司的长期发展态势。

我们来看一些例子，然后再进行深入分析。现在，我们就回过头来看看通用食品公司的每股收益情况。

如果你想要计算公司每股收益的年复利增长率，你可以把第一年作为现值，本例中，现值为1970年的每股收益2.38美元。然后将1980年的每股收益5.14美元当做未来价值。年份数为10。现在，你将计算器调整至财务模式，输入这些值，然后分别点击CPT（计算）键和%i（利率）键，就可以得出10年来公司每股收益的年复利增长率了，那就是8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用食品公司收益情况

1970～1980 年

年份	每股收益
1970	2.38 美元
1971	2.36 美元
1972	2.21 美元
1973	2.40 美元
1974	2.00 美元
1975	3.02 美元
1976	3.56 美元
1977	3.40 美元
1978	4.65 美元
1979	5.12 美元
1980	5.14 美元

现在重复同样的操作，来看看 1975～1980 年这 5 年间每股收益的年复利增长率。将 1975 年的每股收益 3.02 美元作为现值，未来价值为 1980 年的每股收益 5.14 美元，5 为年份数，分别点击 CPT 键和%i 键，计算器将为你计算出 1975～1980 年这 5 年间，公司每股收益的年复利增长率为 11.2%。

这两组数字透露给你通用食品公司一些有别于其他公司的信息。首先，在过去的 5 年中，也就是 1975～1980 年，公司的收益增长率高于公司在 1970～1980 年这 10 年间的收益增长率。你需要问的是，为什么会出现这种变化？公司以往的经济状况对我们预测公司未来收益会带来什么影响？导致这一变化的企业经济动力是什么？通用食品公司是回购了自己的股票，还是发现了新的有利可图的投资商机？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股收益增长测试的应用

现在我们以巴菲特 1994 年购买257 640股可口可乐公司股票为例来学习每股收益增长测试的使用方法。

可口可乐公司每股收益情况显示如下：

年份	每股收益
1983	0.17 美元
1984	0.20 美元
1985	0.22 美元
1986	0.26 美元
1987	0.30 美元
1988	0.46 美元
1989	0.42 美元
1990	0.51 美元
1991	0.61 美元
1992	0.72 美元
1993	0.84 美元
1994	0.98 美元（预期）

可口可乐公司在 1984～1994 年期间每股收益年增长率为 17.2%，在 1989～1994 年期间年增长率为 18.4%。

如果要计算这个增长率，你可以将 1984 年的每股收益当做现值，将 1994 年的每股收益当做未来价值；10 为年份数；接下来你所要做的就是分别点击 CPT 键和%i 键，计算器将为你算出年增长率。如果你有德州仪器公司生产的 BA－35 太阳能计算器的话，你可以进入计算器的财务模式，按 PV（现值）键输入 0.20 美元，按 FV（未来价值）键输

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入 0.98 美元；按 N（年份数）键输入 10，然后分别点击 CPT 键和%i 键，你将看到 1984 ~ 1994 年间，可口可乐公司收益的年增长率为 17.2%。

如果要计算 1989 ~ 1994 年 5 年间可口可乐公司收益的年增长率，你可以按 PV 键输入 0.42 美元；按 FV 键输入 0.98 美元；按 N 键输入 5，分别点击 CPT 键和%i 键，就可以得出结果为 18.4%。

1994 年，巴菲特通过推理得出以下结论：如果他以每股 21.95 美元的价格买入可口可乐公司股票，且公司每股收益为 0.98 美元，那么他这笔投资实际上将得到 4.5% 的税后初始收益率（0.98 美元 ÷ 21.95 美元 = 4.5%）。不仅如此，他的收益率还将继续增大，因为可口可乐公司每股收益正在以每年 17.2% ~ 18.4% 的复利速率增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第34章
确定相对于政府债券的公司价值

确定相对于政府债券的公司价值的方法就是用当前每股收益除以政府债券的当前收益率。这样你就可以一目了然地在两者之间进行比较了。

以巴菲特1979年投资资本城公司为例，该公司的每股收益为0.47美元，用每股0.47美元除以政府债券的收益率——1979年大约为10%，你就可以得出相对价值为每股4.70美元（0.47美元÷0.10＝4.70美元）。这意味着，如果你以每股4.70美元购买资本城公司股票的话，就相当于你获得了相当于政府债券所获10%的收益，这就是说，资本城公司相对于政府债券的价值为每股4.70美元。

在1979年，你甚至能够以低于每股4.70美元的价格购买资本城公司的股票（事实上，股票交易价格介于每股3.60～4.70美元之间，也就是说，你能够以低于1979年政府债券所支付收益的相对价值来购买这只股票，这意味着，你的收益率将高于10%）。现在正是你该使用每股收益年增长率的时候了。在1970～1979年之间，资本城公司股票的每股收益年增长率大约等于21%。

这么一来，你可以问问自己：我想要什么——是用4.70美元购买固定收益率为10%的政府债券，还是购买资本城公司的权益/债券，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益为 10% 或者更高，并且这家公司的每股收益正以每年大约 21% 的速率增长？可能你两者都不想选择，但是如果一定要挑选一个的话，资本城公司权益/债券显然更具吸引力。

很多分析师相信，如果用每股收益除以政府债券的当前收益率，得出的将是公司的内在价值。其实，你得出的结果也正是相对于政府债券的公司价值。

同样，使用这一理论，我们也可以说，企业的内在价值就是被折算为现值的未来价值。如果你用政府债券的收益率来确定贴现率，你得到的将是相对于政府债券收益率而折算的现值。

并且，你必须记住，政府债券收益是税前收益，而公司的净收益为税后收益，因此，在比较这两者时如果不考虑这一点，无疑是愚蠢之至的。当然，它在我们的工具箱中占有一席之地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第35章

了解巴菲特为何倾向于投资权益回报率高的公司

要了解巴菲特为何倾向于选择权益回报率高的公司，你必须知道，巴菲特将一些普通股票视为一种债券。如果股票的年收益率等于公司股东权益年回报率，他就会把股票称做权益/债券。股票收益就是权益/债券的收益。假设公司股东的权益价值为每股 10 美元，净收益为每股 2.50 美元，巴菲特就会说公司的股东权益回报率为 25%（2.50 美元 ÷ 10 美元 = 25%）。

不过，由于公司收益的波动性，股权收益不会像债券收益那样固定。巴菲特相信，通过投资权益/债券，投资者获得的是一种可变收益，如果收益增长，对于投资者来说这笔买卖就是成功的，反之，如果收益降低，就是失败的。股东权益回报率会随着股东权益与净收益之间的关系变化而产生波动。

众所周知，股东权益的定义是公司总资产减去总负债。假设你拥有一家公司——这里暂且称之为 A 公司，如果你的公司有1 000万美元资产和 400 万美元负债的话，那么你的公司的股东权益为 600 万美元。如果公司的税后收益为 198 万美元，我们就可以算出公司的股东权益回报率为 33%（1 980 000美元 ÷ 6 000 000美元 = 33%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这意味着600万美元的股东权益赚到了33%的收益。

现在，假设你拥有另一家公司，我们称之为B公司。同样，假设B公司也有1 000万美元资产和400万美元负债，那么同A公司一样，其股东权益也是600万美元。不过，我们假设它在600万美元的权益基础上没有赚到198万美元，而是只赚了48万美元，这就相当于B公司的股东权益回报率为8%（480 000美元 ÷ 6 000 000美元 = 8%）。

	公司 A	公司 B
资产	1 000 万美元	1 000 万美元
负债	400 万美元	400 万美元
股东权益	600 万美元	600 万美元
税后收益	198 万美元	48 万美元
股东权益回报率	33%	8%

两个公司有着完全相同的资本结构，然而A公司的利润却是B公司的4倍。对这两个公司做出比较简直是轻而易举，显然A公司要优于B公司。

现在，我们假设A公司和B公司的管理层同样胜任其职。A公司的管理层能获取33%的股东权益回报率，而B公司的管理层却只能获取8%的股东权益回报率。

你会为哪个公司投入更多的钱呢——A公司，其管理层将为你新投资的钱赚来33%的收益，还是B公司，其管理层只能给你带来8%的收益？当然你肯定会选择A公司，因为它能为你的新投资赢得33%的收益。

那么，作为A公司的所有者，你可以选择在年末从A公司拿走198万美元的股息，或者选择让A公司保留你的收益，由管理层继续为你赚33%的收益。你会怎么做？你会去领走股息，还是让A公司的管理层继续为你赚回33%的收益？33%的收益能不能满足你的胃口？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然能。A 公司帮助你致富，因此你决定把钱继续留在那里。

同样，作为 B 公司的所有者，你也可以选择年末从 B 公司拿走 48 万美元的股息，或者选择让 B 公司保留你的收益，由管理层继续为你赚 8% 的收益。你会继续要这 8% 的收益吗？8% 的收益能不能满足你的胃口？显然，你不能像对待 A 公司那般干脆地回答这些问题。好吧，现在我来问你："如果我告诉你，你应该将股息从 B 公司取出，然后再对 A 公司进行投资，你会觉得我的建议有助于你下决心吗？"你当然会这样觉得。你可以把你的钱从 B 公司取出，因为在 B 公司它只能带给你 8% 的收益，然后，你再把钱投到 A 公司，A 公司将为你赚取 33% 的收益。

到现在，你应该开始思考为什么在巴菲特的清单中，那些能带来高股东权益回报率的公司地位如此重要。而且，高股东权益回报率还将对财富的创造力产生更多的影响。我们这就来更深入地探究。

我们简单假设 A 公司和 B 公司都不属于你，而你正在市场中寻求购买一个公司。这样，你就来到了 A 公司和 B 公司的所有者面前，告诉他们你对他们的公司很感兴趣，你问他们是否打算将自己的公司出售。

到了这一步，巴菲特的想法是，他坚信所有收益率最终的竞争对手是政府债券所提供的收益率。他认为，政府税收的力量确保了债券的安全性，而投资者也很清醒地认识到了这一点。在巴菲特的头脑中，这种收益率的竞争是股票价格波动的主要原因之一，利率上涨时，股票市场就会下跌，反之，利率下降时股票市场就会上涨。股票市场能够提供 10% 的收益率，相对政府债券 5% 的收益率来说，无疑要有诱惑力得多。但是一旦政府债券开始加息，比如说它可以提供 12% 的收益率，情况就完全不同了，股票市场 10% 的收益率一下子就失去了它的吸引力。

考虑完这些，A 公司和 B 公司的所有者开始进行比较，看看如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖掉自己的公司，用这些资本购买政府债券的话，他们的收益如何。这就表示他们能够做到不去考虑要不要拥有一家公司，而是赚到同样多的钱就行了。我们假设你提出购买公司的时候，政府债券提供的收益率为8%。

对于A公司来说，它每年可以盈利198万美元，而按照政府债券的收益率来计算的话，价值2 475万美元的政府债券才能够生成198万美元利息。这么一来，A公司的所有者提出他的公司售价为2 475万美元，这就意味着，如果你以2 475万美元买下A公司的话，你实际上支付了600万美元股东权益的大约4倍，或者说公司当前198万美元收益的12.5倍。

对于B公司而言，它每年盈利48万美元，价值600万美元的政府债券就能够生成48万美元利息。这么一来，B公司的所有者提出他的公司售价为600万美元。这就意味着，如果你以600万美元买下B公司的话，你相当于支付了600万美元股东权益的1倍，或者说公司当前48万美元收益的12.5倍。

两家公司——A公司和B公司有着同样的资本结构，而相对于政府债券收益来说，A公司价值2 475万美元，而B公司只值600万美元。如果你以2 475万美元买下A公司的话，你在拥有所有权的第一年对A公司的预期收益率为8%，不过，如果你只花600万美元买下B公司的话，你在拥有所有权的第一年对B公司的预期收益率同样也是8%。

理解巴菲特的关键就是知道巴菲特对于一个公司明年能赚多少钱其实并不怎么关心。他感兴趣的是这家公司在未来10年能赚多少钱。而华尔街人士关注的仅仅是公司来年的收益。和他们不同，巴菲特意识到，只有聚焦于对未来的预测才能让复利发挥它的神奇作用。这就是消费垄断型的公司以及能赚取高股东权益回报率的公司对巴菲特来说如此重要的原因。

巴菲特一定会认为A公司比B公司有吸引力得多。A公司的经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现状是它可以获得33%的股东权益回报率。这意味着，如果管理层能够保持这种上涨势头的话，留存收益也将得到33%的收益。这样一来，股东权益每年都会增长。巴菲特感兴趣的正是不断增长的权益和随之而涨的收益。我现在就让大家来看看。

（现在大家花1分钟时间看一看下面的图表，这就是A公司权益和收益预测。）

A 公司			
年份数	基本权益 *	股东权益回报率（%）	收益（添加至下年的基本权益）
1	6 000 000 美元	33	1 980 000 美元
2	7 980 000 美元	33	2 633 400 美元
3	10 613 400 美元	33	3 502 422 美元
4	14 115 822 美元	33	4 658 221 美元
5	18 774 043 美元	33	6 195 434 美元
6	24 960 478 美元	33	8 239 927 美元
7	33 209 405 美元	33	10 959 104 美元
8	44 168 509 美元	33	14 575 608 美元
9	58 744 117 美元	33	19 385 559 美元
10	78 129 675 美元	33	25 782 793 美元
11	103 912 470 美元	33	34 291 115 美元

* 年初基本权益

你看到的就是股东基本权益以33%的收益率增长所产生的复利效应。（记住，巴菲特追求的是有可能产生的最高复利收益。）

在第十一年年初，A公司的基本权益将达到103 912 470美元，第十一年的预期收益为34 291 115美元。如果政府债券收益率仍为8%的话，那么大约价值4.28亿美元的政府债券才能做到每年生成34 291 115美元的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你在第一年花2 475万美元买下了A公司，并在第十一年年初以103 912 470美元的权益价值将其出售，实际上这笔投资整整进行了10年的话，那么你的年复利收益率将为15.4%。如果你的卖价是4.28亿美元，这个价格实际上是政府债券要获得与A公司在第十一年预期相同的34 291 115美元收益所需要的钱数，交易成功的话，你的年复利收益率大约将达到33%。

现在，让我们比较一下B公司。B公司的经济现状是它可以获得8%的股东权益回报率。这意味着，如果管理层能够保持这种上涨势头的话，留存收益也将得到8%的收益。也就是说，股东权益每年都会增长8%。（花点时间研究一下，根据上述信息，B公司的预期权益和收益将会是怎样的。）

B公司

年份数	基本权益*	股东权益回报率（%）	收益（添加至下年的基本权益）
1	6 000 000 美元	8	480 000 美元
2	6 480 000 美元	8	520 000 美元
3	7 000 000 美元	8	560 000 美元
4	7 560 000 美元	8	600 000 美元
5	8 160 000 美元	8	650 000 美元
6	8 820 000 美元	8	710 000 美元
7	9 520 000 美元	8	760 000 美元
8	10 280 000 美元	8	820 000 美元
9	11 110 000 美元	8	890 000 美元
10	11 990 000 美元	8	960 000 美元
11	12 950 000 美元	8	1 036 000 美元

*年初基本权益

到第十一年年初，B公司的基本权益将达到12 950 000美元，第十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一年的预期收益为1 036 000美元。如果政府债券收益率仍为8%的话，那么大约价值1 295万美元的政府债券才能做到每年生成1 036 000美元的收益。

如果你在第一年花600万美元买下了B公司，并在第十一年年初以1 295万美元的权益价值将其出售，实际上这笔投资整整进行了10年，那么你的年复利收益率将为8%。如果你的卖价是1 295万美元，这个价格是政府债券要获得与B公司在第十一年预期相同的1 036 000美元收益所需要的钱数，交易成功的话，你的年复利收益率仍然是8%。

假设你告诉自己，你只有6 187 500美元，那么用这笔钱买下整个B公司比只买下25%的A公司不是要好得多吗？巴菲特已经指出，即使只能买下25%的A公司，这笔投资也要强于完全买下B公司的投资。如果你花6 187 500美元买下A公司，然后在第十一年年初卖掉属于自己的25%的权益价值——25 978 000美元，那么你的年复利收益率将仍为15.4%。如果你的卖价是政府债券价值的25%——也就是1.07亿美元的话——那么你的年复利收益率大约会保持在33%左右。

到现在为止，你应该知道，花2 475万美元，或者公司收益的12.5倍的价钱购买A公司真的是一笔神奇的交易，因为在10年的时间里，它能够使你的预期年复利收益率达到33%。事实上，A公司很有可能值更多的钱。巴菲特必须要弄清楚的是，那会多多少？让我们来算一算。

我们假设你不是花2 475万美元或者公司收益的12.5倍来购买A公司，而是为购买A公司支付了5 940万美元，或者说A公司第一年的198万美元收益的30倍。如果你在第十一年年初将公司出售的话，那么你实际的投资时间为10年，你的卖价将是第十一年预期收益34 291 115美元的12.5倍（34 291 115美元×12.5＝428 638 937美元）。如果你在第一年以5 940万美元或者说公司收益30倍的价格买下了A

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，并在10年后以428 638 937美元的价格卖出的话，你得到的年复利收益率将为21.8%。

如果你以A公司第一年收益40倍的价格——7 920万美元买入A公司，然后在10年后以428 638 937美元的价格卖出A公司，你的年复利收益率将为18.3%。10年得到18.3%的年复利收益率是投资经理梦寐以求的境界。

巴菲特领会到的秘诀就是，那些具有消费垄断力量，一直保持高股东权益回报率的优秀企业经常被贱卖，即使有时股票市盈率看似非常高。

我知道，一些人肯定会认为我上面举的例子不过是假想，这样的事情在现实生活中永远不会发生，市场是有效率的，它永远不会提供这样的收益。

那么看看这个故事。

1988年，可口可乐公司显示了其赚取高收益的能力，它可以获得大约33%的年股东权益回报率。如果你在1988年向可口可乐公司投资了10万美元购买股票，并持有8年的话，到1996年，你的10万美元在证券交易所的有价证券已经变成了将近912 280美元，这相当于31%的税前年复利收益率。投资10万美元购买可口可乐公司股票，8年后，你拥有了912 280美元。再加上你应该得到的股息——大约40 524美元，你的税前年复利收益率将达到32.5%。

1988年，巴菲特看中可口可乐公司消费垄断以及为股东权益赚取高回报的两大特点，买入了价值5.929亿美元的股票，剩下的就是一个投资神话了。

股东权益回报率测试的应用

我们以巴菲特1994年购买257 640股可口可乐公司股票为例，学习

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东权益回报率测试的应用方法。可口可乐公司年股东权益回报率情况显示，1994 年之前的 6 年时间里，公司的股东权益回报率每年均超过 30%。这就意味着可口可乐公司的股东权益回报率高于大多数企业 12% 的平均水平。1994 年，可口可乐公司达到了巴菲特的投资要求，显示出持续高于平均水平的年股东权益回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第36章
确定预期年复利收益率（上）

在我们预计投资可能产生的年复利收益率之前，你首先应该清醒地知道，我们所使用的所有数学方程式，其作用都仅仅是帮助我们更清楚地描绘出人类的经济本性。每一次计算都会告诉你一些新的信息。虽然每次都描绘同一个企业，可它每次都能告诉你企业获利能力的另一种前景。获利能力是可预测性的关键所在，预测未来结果是证券分析师的分内工作。

巴菲特将企业的内在价值定义为企业所有未来收益的现值，使用政府债券利率作为适当的贴现率。巴菲特引用约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）的《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）作为自己所下定义的理论来源。而约翰·伯尔·威廉姆斯是引用罗伯特·F·威斯（Robert F. Wiese）的《投资未来价值》（*Investing for Future Values*，《巴伦周刊》，1930年9月8日），作为自己所下定义的理论来源。威斯说："对于任何证券来说，不论是股票还是债券，其合理的价格就是把所有未来收入之和按照当前利率折算得出的现值。"（很有趣的是，威廉姆斯和威斯在定义中指的都是公司支付的未来股息，而不是公司的未来收益。而巴菲特不管股息有没有支付，他在自己的定义中把所有的未来收入都看做是公司的未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益。）

我们都知道，试图预测一个企业未来 100 年的收益是根本不可能的。当然，你可以试试看，不过这个世界总是在变化，现实随时都有可能改变或者破坏你所预测的这家企业的经济状况。单看电视行业，就可以了解这一点。20 世纪 40 年代，电视行业还是一片风平浪静的景象，而到了 20 世纪六七十年代，电视行业一跃成为了一个奇迹般的行业，让每个投身其中的人都获益匪浅。不过毕竟那个时候电视只有三个频道。80 年代早期，巴菲特评价电视网络的垄断地位时说，如果他必须只投资一家电视网络公司，并且之后 10 年都不管不问，他会选择资本城公司。巴菲特对其投了非常信任的一票。

可是到 1992 年，巴菲特认为电视行业的辉煌已是明日黄花了，仿佛一夜之间，许多频道涌现出来，为赢得广告收入展开了激烈竞争。永不沉沦的企业很难找到。（可口可乐公司可能算是首屈一指的企业了。）

历史告诉我们，即使你就是美第奇（Medici）、克虏伯（Krupp）、罗斯柴尔德（Rothschild）、温彻斯特（Winchester）或者洛克菲勒（Rockefeller）本人，商业的车轮也不可能永远朝着有利于你的方向前进。所有的行业垄断，比如早期的电视网络，在技术进步和政府监管手段的作用下可能一夜之间就会化为泡影。荷兰人绕行好望角，打破了威尼斯对东方的贸易垄断，意大利的美第奇家族花了整整 500 年的时间试图去挽回这一事实所带来的损失。情况变化了，虽然商业元素在不断循环，但财富永远偏爱勇敢者，勇敢者不懈地在商海中探索，寻求新的赢利之路。

记住这些，你就会明白，如果你想要预测一个公司未来 50 ~ 100 年的收益，并将这些收益折算成现值的话，那真是一件非常愚蠢的事情，因为变数太大了。在理论上也许能够实现，但是在现实中，要预计一个公司的未来收益，并将其收益折算成现值，这一过程会产生很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多不能成立的数字组合，特别是当你把持续增长率计算在内的时候。

非常有意思的是，格雷厄姆也注意到将公司的未来收益折算成现值常常会产生极其不合理的计算结果，特别是当收益不断增长时。

一些分析师试图通过将未来收益分成两个不同的周期来解决问题。第一周期配置高增长率，第二周期配置较低的增长率。就像威廉姆斯所论述的，这样做的问题在于，无论何时，当你在贴现方程式中所使用的收益增长率低于利率，即使增长率无限制地上涨，股票的价值最终也会变为零（参见《投资价值理论》）。

还有一个问题就是贴现率的选择。如果你选择政府债券支付的收益率作为贴现率，那么你对企业未来收益率所进行的折算实际上是相对于政府债券收益率的折算。一旦利率变化，你的方程式也应随之变化。利率越高，估算值越低。利率越低，估算值越高。

用政府债券作为贴现率还存在一个问题：政府债券收益报价是税前报价。这样的话，如果政府债券支付的收益为8%的话，那么个人投资者在税后只能得到5.52%。而公司的未来收益是在公司缴纳所得税后进行折算的，这就意味着除非以股息的形式支付出去，否则8%的收益仍为8%的收益。

巴菲特所做的就是预测他所关注的公司在未来一个时期，比如5～10年的每股权益价值，用权益回报率减去股息支付率。

巴菲特计算出公司在未来某个时期，比如说10年后的大概权益价值，然后用每股权益价值乘以10年后的预期未来权益回报率，得出他所预测的公司的未来每股收益。通过预测公司的每股收益，巴菲特就能够预测出公司股票的未来市场价值。巴菲特将购买股票的价格折成现值，估算出年复利收益率。接下来，巴菲特会将这一预期年复利收益率同市场提供的其他收益率相比较，当然还需要看看它是否高于通货膨胀率。

我以伯克希尔－哈撒韦公司为例向你讲解。1986年，伯克希尔－

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈撒韦公司的股东权益为每股2 073美元。从 1964 年至 1983 年，伯克希尔的股东权益回报为 23.3% 的年复利收益率。如果你想要预测 1996 年公司的每股权益，你只需取出陈旧但值得信任的德州仪器公司的 BA－35 太阳能财务计算器，切换到财务模式，执行未来值计算。我们来做一遍：

首先，你输入 1986 年每股权益价值2 073美元作为现值（PV 键），然后输入增长率作为利率，这里是 23.3%（%i 键），接下来是年份数 10（N 键）。分别点击计算键（CPT）和未来价值键（FV），计算结果会告诉你，1996 年，伯克希尔－哈撒韦公司的每股权益价值将为 16 835美元。

你应该问自己，你在 1986 年愿意花多少钱来购买 1996 年16 835美元的股东权益。首先，你需要问自己你想要得到多少收益。如果你和巴菲特一样，那么 15% 是你对收益率的最低期望值。如果是这样，你只需将16 835美元折算成现值，用 15% 作为适当的贴现率。

首先，将你计算器中上次的计算结果清零。现在敲入16 835美元作为未来价值（FV），然后是贴现率 15%（%i），接下来是年份数 10（N）。点击计算键（CPT）和现值键（PV），计算器将告诉你，如果你想在未来 10 年中得到 15% 的年复利收益率，即每股4 161美元的话，那么在 1986 年你最多能出多少钱。

看看 1986 年当地的报纸你就会知道，当时伯克希尔－哈撒韦公司的股票每股售价大约为2 700美元。你想想，哇，你可能会得到比你期望的 15% 更高的收益率。来检查一下。你输入2 700美元作为现值（PV），16 835美元作为未来价值（FV），10 为年份数（N），然后点击计算键（CPT）和利率键（%i），计算器将告诉你，你可以预期的年复利收益率为 20%。

到 1996 年，伯克希尔－哈撒韦公司以大约 24.8% 的年复利收益率结束了其每股权益价值的增长。1996 年，该公司以大约 24.8% 的年复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利收益率，使其每股基本权益增长至19 011美元。

但要知道，当你耐心等待伯克希尔－哈撒韦公司价值上涨的时候，市场很看好伯克希尔－哈撒韦公司，在1996年将公司股价抬升至每股38 000美元。如果你在1986年以2 700美元的价格买入了1股伯克希尔－哈撒韦公司的股票，并在1996年以38 000美元将其出售的话，这就相当于你的投资在10年期间的年复利收益率达到了30.2%。

要计算收益率，你先输入2 700美元作为现值（PV），38 000美元作为未来价值（FV），10作为年份数（N），然后点击计算键（CPT）和利率键（%i），就可以计算出年复利收益率为30.2%。

我们设想一下，如果你在1996年花38 000美元买入了1股伯克希尔－哈撒韦公司的股票，并持有10年，那么你将得到的年复利收益率是多少呢？

我们知道，1996年伯克希尔－哈撒韦公司每股权益价值为19 011美元，在之前的32年中，公司的平均年复利收益率为23%。我们能够预计在10年后——2006年——伯克希尔－哈撒韦公司的每股权益价值为150 680美元。

如果你在1996年花38 000美元购买了1股伯克希尔－哈撒韦公司的股票，到2006年你的每股权益价值为150 680美元，那么你的年复利收益率是多少呢？输入150 680美元作为未来价值（FV），38 000美元作为现值（PV），10为年份数（N）。然后点击计算键（CPT）和利率键（%i），很快你就可以看到结果——你的年复利收益率为14.76%。

在之前的32年中，伯克希尔－哈撒韦公司的股价在每股权益价值的1倍至2倍之间，据此，你可以调整你在计算中使用的市场价格。如果公司收益趋势不变的话，你可以计算出2006年伯克希尔－哈撒韦公司的股价会在每股150 680美元（预期每股权益价值的1倍）至301 360美元（预期每股权益价值的2倍）之间。

如果你在1996年以38 000美元的价格买入了1股伯克希尔－哈撒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

韦公司股票，在 2006 年以150 680美元的价格将其出售，那么你的年复利收益率为 14.72%。如果你在 2006 年以301 360美元，也就是预期每股权益价值150 680美元的 2 倍出售了你的股票，那么你的年复利收益率将达到 23%。

因此，一切都取决于伯克希尔 - 哈撒韦公司的市场价值，你可以预测，公司的税前年复利收益率将介于 14.72% ~23% 之间。

付诸行动总要强于凭空幻想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 37 章

确定预期年复利收益率（下）

在前一章中，我们学习了如何通过预测未来每股权益价值计算伯克希尔－哈撒韦公司的未来价值。我们还看到，一旦确定了未来价值，就有可能预测投资将带来的年复利收益率。

本章我们将学习预测公司的未来每股收益，并确定其未来市场价格。然后我们将使用这些计算结果来预测我们的投资能够带来怎样的年复利收益率。

我想，如果我们以巴菲特做过的实际决策为例来探究本章内容的话，大家将会非常感兴趣。接下来，我们将深入地进行金融探索，看看是什么原因让巴菲特确定了他在可口可乐公司的初始投资。（请注意：本章是非常重要的一章，因为本章揭示了几个关键概念，这些概念是很多巴菲特方法的学习者都没有引起重视的。文中给出的所有可口可乐公司的股价均是 1996 年股票拆分调整后的价格。）

可口可乐公司——1988 年

1988 年，巴菲特通过使用他的权益即债券的基本原理拥有了自己的控股公司——伯克希尔－哈撒韦公司，并以每股 5.22 美元的价格购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买了 1.1338 亿股可口可乐公司权益/债券（股票），总投资额为 592 540 000美元。1988 年，可口可乐公司的每股股东权益为 1.07 美元，每股净收益为 0.36 美元。按照巴菲特的观点，他所购买的每股可口可乐公司的权益/债券都有一份与之相连的息票，价值为 0.36 美元。这也就是说，巴菲特所持权益/债券的权益回报率为 33.6%（0.36 美元 ÷ 1.07 美元 = 33.6%），其中大约 58% 继续保留在公司，42% 作为股息支付给股东。

按照这种理论，当巴菲特以相当于每股权益价值 1.07 美元的价格购买可口可乐公司权益/债券的时候，他算了一下，他的每股 1.07 美元的权益/债券事实上将为他赚取 33.6% 的收益。他还算出他这 33.6% 的收益将被分成两种不同的收益类型。

其中一份代表 33.6% 的权益回报中的 58%，这部分收益将保留在公司，在数额上相当于每股 0.36 美元收益中的 0.21 美元，作为公司税后收益，无须再缴纳任何国家或者联邦税。

另一份收益是 33.6% 的权益回报中剩余的 42%，以股息的形式支付给股东，在数额上相当于每股 0.36 美元收益中的 0.15 美元。这部分以股息形式支付的收益需要缴纳个人或者公司税。

就这样，我们 33.6% 的权益回报变成了两种不同形式的收益。一种是 19.4% 的权益回报，相当于每股 0.21 美元，这部分收益保留在可口可乐公司，加入可口可乐公司的基本权益中。

另一种是 14.2% 的权益回报，相当于每股 0.15 美元，这部分收益被可口可乐公司以股息的形式支付给股东。

1988 年

可口可乐公司每股权益价值 1.07 美元 × 权益回报率 0.336 = 每股收益 0.36 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这0.36美元被分成两部分，一部分保留在公司，相当于每股收益的58%，或者说0.21美元。另一部分以股息的形式支付给股东，相当于每股收益的42%，或者说0.15美元。

0.21美元继续作为权益保留在公司，0.15美元以股息的形式支付给股东。

现在，如果我们假设可口可乐公司可以在接下来12年中维持33.6%的权益回报率，并将继续保留收益的58%，同时支付收益的42%作为股息，那么我们就可以对公司的未来每股权益价值和每股收益进行预测。

我们可以将33.6%权益回报中的58%，也就是19.4%的权益回报与每年的每股基本权益相加来完成。

这样的话，如果可口可乐公司1988年每股权益价值为1.07美元，并且以19.4%的速度增长，那么我们就可以预测，1989年，公司的每股权益价值将为1.28美元（1.07美元×1.194=1.28美元）。

我们也可以使用计算器来完成这个计算，输入1.07美元作为现值（PV），19.4%作为利率（%i），1为年份数（N），然后点击计算（CPT）键和未来价值（FV）键，你就可以计算出1989年每股未来价值为1.28美元。

如果你想知道1998年公司的每股权益价值将是多少的话，你只需输入1.07美元作为现值（PV），19.4%作为利率（%i），10为年份数（N），然后点击计算（CPT）键和未来价值（FV）键，你就可以预测出，1998年公司的每股权益价值将为6.30美元。

如果你想要预测每股收益，你只需用每股权益价值乘以33.6%。比如以1989年为例，我们用每股权益价值1.28美元乘以33.6%，就可以得出预期每股收益为0.43美元。再看1998年，我们用预期每股权益6.30美元乘以33.6%，得出预期每股收益为2.12美元。

我们来计算并预测一下可口可乐公司12年的每股权益价值和每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益，从 1988 年开始，到 2000 年结束。

预测结果通常还不如写预测结果的纸值钱。大多数金融分析师只愿意提前预测 1 年或者 2 年的收益，然后他们会告诉你公司的概况，并宣布可以购买公司的股票。但是格雷厄姆在 1951 年版《证券分析》中指出，分析师的真正角色是查明企业的获利能力，并对其长期的获利能力做出预测。

我们在下面的表格中预测一下 12 年的每股收益。在大多数情况下，预测 12 年的未来收益无疑是一个疯狂之举。不过，正如巴菲特发现的，如果一家公司受益于某种消费垄断，拥有强大的获利能力，可以为股东权益带来高回报率，那么我们就可以趁此机会准确地预测这家公司的长期收益。

1988 ~ 2000 年收益预测

年份	权益价值（美元）	每股收益（美元）	支付股息（美元）	留存收益（美元）
1988	1.07	0.36	0.15	0.21
1989	1.28	0.43	0.18	0.25
1990	1.53	0.51	0.21	0.30
1991	1.83	0.61	0.26	0.35
1992	2.18	0.72	0.30	0.42
1993	2.60	0.87	0.37	0.50
1994	3.10	1.04	0.44	0.60
1995	3.70	1.24	0.52	0.72
1996	4.42	1.48	0.62	0.86
1997	5.28	1.77	0.75	1.02
1998	6.30	2.12	0.90	1.22
1999	7.52	2.53	1.07	1.46
2000	8.98	3.02	1.27	1.75
			合计：7.04	合计：9.66

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们已经对可口可乐公司1988年以后的每股收益进行了预测，现在我们可以检验一下我们的分析结果是否准确。我们来比较一下1989～1996年我们预测的每股收益与可口可乐公司1989～1996年的实际报告结果。

可以看出，在这8年中，我们的误差范围介于0%～5.4%之间。还不错。如果可口可乐公司从1988年开始，在接下来12年中可以保持33.6%的股东权益回报率的话，我们就可以预测公司在2000年的收益大约可以达到每股3.02美元。（请注意：你预测的区间越长，实际结果与预测结果之间的变动概率就越大。这不是一个绝对能赢的游戏。）

可口可乐公司每股收益预测结果与实际结果对比

年份	预测收益（美元）	实际收益（美元）	误差范围
1989	0.43	0.42	2.3%
1990	0.51	0.51	0%
1991	0.61	0.61	0%
1992	0.72	0.72	0%
1993	0.87	0.84	3.5%
1994	1.04	0.99	5%
1995	1.24	1.19	4%
1996	1.48	1.40	5.4%

由此，截至2000年，巴菲特还将拥有6.86亿美元的税后支付股息（7.04美元支付股息×1.1338亿股－大约14%的股息收入所得税＝6.86亿美元）。

因此，巴菲特也可以这样预测，截至2000年，他在可口可乐公司的投资可以还清他592 401 000美元的初始投资，并为他带来1.1338亿股股票的利润。如果公司按照历史保守价格，即我们预测每股收益3.02美元的15倍进行交易的话，那么1.1338亿股可口可乐公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，价值将为每股 45.30 美元（15 ×3.02 美元 =45.30 美元），或者说 51.36 亿美元（45.30 美元 ×1.1338 亿股 =51.36 亿美元）。非常不错的工作业绩。

请注意：当你选定了一个市盈率（P/E）乘以你预测的未来每股收益，你最好选择过去 10 年的年均市盈率作为你的计算依据。你还应该在方程式中使用过去 10 年最高和最低的市盈率，这样你就可以预测你能取得的最好和最差的结果。不过，有一点要提示你，股票不会永远按照历史上的高市盈率进行交易。如果一味乐观地用历史最高市盈率作为预测标准，那么这种预测结果只会给你带来灾难。牢记使用过去 10 年的年均市盈率，特别是在过去 10 年中市盈率高低起伏较大时，更要记住，如果有任何疑问的话，你就选择走中间路线吧。

现在，如果我们预测可口可乐公司 2000 年的每股收益为 3.02 美元，那么可口可乐公司股票的市场价格将为每股收益的 15 ~25 倍。（相当于市盈率为 15 ~25 倍。）这也就是说，在 2000 年，股票预期交易价格将介于每股 45.30 美元（15 ×3.02 美元 =45.30 美元）至 75.50 美元（25 ×3.02 美元 =75.50 美元）之间。我们没有忘记巴菲特的初始投资为每股 5.22 美元。

要确定 1988 ~2000 年期间的年复利收益率，我们只需拿出计算器，输入 12 作为年份数（N），5.22 美元作为现值（PV），45.30 美元或者 75.50 美元作为未来价值（FV），然后点击计算（CPT）键和利率（%i）键。现在计算器将告诉你，在市场价格为每股 45.30 美元时，你的年复利收益率为 19.7%，或者在市场价格为每股 75.50 美元时，年复利收益率为 24.9%。这样，巴菲特就可以预测，他在 1988 ~2000 年的 12 年间，预计年复利收益率将为 19.7% ~24.9%。

我们可以用这些数字来反映可口可乐公司支付的股息以及巴菲特如果在 2000 年出售这些股票所需要缴纳的所有税款。要做到这一点，我们应该用 45.30 美元减去巴菲特投资每股股票的 5.22 美元（这 5.22

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元不需纳税），结果是40.08美元，也就是巴菲特的利润。然后你减去利润的35%作为公司税，就只剩26.05美元，再加上可口可乐公司的税后股息6.05美元（7.04美元－7.04美元×14%＝6.05美元）——这笔钱巴菲特已经积累了12年之久，你的税后利润为32.10美元（6.05美元＋26.05美元＝32.10美元）。接下来再加上5.22美元，就可以得出你卖出股票的税后总收益为为37.32美元（32.10美元＋5.22美元＝37.32美元）。

成本为每股5.22美元，税后销售总收益为37.32美元，税后利润为32.10美元。这相当于税后年复利收益率为17.8%。这样一来，如果可口可乐公司在2000年股票市盈率为15倍，并且巴菲特选择出售其股票的话，那么他在1988～2000年这12年间的税后年复利收益率将为17.8%。

你还可以按照市盈率为25倍的情况重复同样的计算过程，也就是股票价格在2000年为75.50美元，在你纳税并加上税后股息后，你得出的总收益为51.73美元，相当于在12年间，你的年复利收益率为22%。（注意：即使2000年可口可乐公司股票的市盈率仅为9倍，巴菲特仍可预测其税后年复利收益率为14.4%。）

现在，设想一下，如果我找到你并对你说，我想按票面价值出售给你12年期的可口可乐公司债券——免税，固定年收益率为14.4%，或者再好一些，17.8%，再不然22%，如何？流口水了吧？你会怎么做？我会抵押我的农场、房子和孩子，然后能买多少买多少。但是我可以告诉你，发生这种事情的可能性为零。

不过，回到1988年，如果你那个时候购买了可口可乐公司的股票并持有12年，你就相当于获得了14.4%～22%的免税年复利收益率。（注意：幸运降临在可口可乐公司，1996～1997年，股票市场开始对可口可乐公司的股票进行估价，公司股票的市盈率达到了历史高点，为40倍甚至更高。这样一来，巴菲特在1988～1997年就可以获得比预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更高的年复利收益率了。有一点需要注意，如果你使用可口可乐公司历史最高市盈率 40 倍甚至更高的市盈率来作为当前乘数的话，那么你未免过于乐观了。请你改为使用过去 10 年的平均市盈率。）

可口可乐公司创造如此巨大的财富要归功于它保留留存收益的能力，以及它为股东带来的高达 33.6% 的股东权益回报率。进而，公司保留 33.6% 中的 58%，将这部分免税收益加入公司的股东基本权益。这样做事实上实现了留存收益的复利效应。

各位，事情就是如此。

巴菲特 1994 年购买可口可乐公司股票的实例研究

1994 年 8 月 8 日，巴菲特以每股 21.95 美元的价格又买入了 257 640股可口可乐公司股票。巴菲特看中了可口可乐公司在过去 10 年中 0.99 美元的每股收益，且它以 17% ~18% 的年复利收益率增长，同时公司过去 10 年的权益回报率超过了 40%。巴菲特还注意到，公司股票在过去 7 年中的平均市盈率达到了 21 倍。

我们假设，即使可口可乐公司的权益回报率超过 40%，巴菲特仍然希望保留他原先设想的 1988 ~2000 年的预期收益（参见本章前述的"1988 ~2000 年预测" 表格）。我们再假设，巴菲特希望直到 1999 年才出售他在 1994 年买入的股票。如果巴菲特在 1999 年出售了他于 1994 年购买的可口可乐公司股票，那么他的预期收益率将是多少呢?

表格显示，1999 年可口可乐公司每股收益预计将达到 2.53 美元。如果我们用 2.53 美元乘以平均市盈率 21 倍，我们就可以预测出 1999 年股票市场价格将为 53.13 美元。输入 21.95 美元作为现值，53.13 美元作为未来价值，5 为年份数，然后点击计算和利率键，你就可以计算出巴菲特的预期年复利收益率为 19.33%。

如果将税款和股息因素考虑进去，你可以将税后股息 3.86 美元加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入税后的每股收益 42.21 美元，最后总收益等于 46.07 美元。税后 46.07 美元的总收益相当于税后年复利收益率为 15.98%。输入 21.95 美元作为现值，46.07 美元作为未来价值，5 为年份数，然后点击计算和利率键，你就可以计算出巴菲特的预计税后年复利收益率为 15.98%。这样，巴菲特在 1994 年就可以预测，如果他将自己的投资持有到 1999 年，他将得到 15.98% 的税后年复利收益率。

税后 15.98% 的年复利收益率不能打动你吗？记住，如果是政府债券的话，那么它的税前年收益率至少要达到 24.58%，才能提供给巴菲特 15.98% 的税后年复利收益率。你见过任何政府债券能够提供 24.58% 的收益率吗？或者公司债券？我从来没有见过。现在你知道为什么巴菲特不断来到冷饮柜前点可口可乐喝了吧？可口可乐公司的生意的确蒸蒸日上，他的钱也随之越变越多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第38章

带有增加息票的权益/债券

巴菲特观察投资形势的方法不止一种。方法之一就是将股票视为带有增加息票的权益/债券。让我们以可口可乐公司为例，看看这种方法是如何生效的。（你可能会奇怪，过去债券可能会带有很多种息票，在这里息票的概念是从何而来的呢？你可以拿一张息票，把它寄给发行债券的公司，公司会提供给你债券上的票面固定利率。这种情况下，公司并不关心是什么人持有债券。今天，债券需要在发行公司进行登记，债券持有者只需通过邮件就可以得到利息支票，其他什么也不用做。在巴菲特的世界里，某些公司的权益/债券有着不断上涨的息票。每年，权益/债券都能付给他更多一点的收益。这样，权益/债券就可以说是带有增加息票了。）

现在，请你记住我们之前说的：你购买股票的价格决定了你的收益率。1988 年，当巴菲特第一次购买可口可乐公司股票时，公司的权益，或者说账面价值为每股 1.07 美元，收益为每股 0.36 美元。折合成权益回报率的话，这相当于可口可乐公司 1988 年的收益为 33.6%。如果你以每股 1.07 美元的价格购买了可口可乐公司股票的话，就相当于你以每股 1.07 美元的权益价值购买了该股票，而这笔投资将带给你 33.6% 的初始收益率（0.36 美元 ÷ 1.07 美元 = 33.6%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是巴菲特并不是以每股1.07美元的价格买入的，他以大约每股5.22美元的价格购买了可口可乐公司股票，这就相当于，他在可口可乐的权益/债券上的收益率大约为6.89%（0.36美元÷5.22美元=6.89%），或者说，低于可口可乐公司1988年33.6%的基本权益回报率。

现在看来，6.89%的初始收益率并不是那么有吸引力，但是巴菲特预测可口可乐公司每股收益还将持续增长，这就会使他的收益率不断增长。听起来让你心动吗？我们现在就来更仔细地探讨一下。

我们可以从经济角度解释可口可乐公司的优势，但关键点在于权益回报率和留存收益。1988年，巴菲特可以从他初始投资的每股5.22美元中赚0.36美元，相当于6.89%的收益率。如果可口可乐公司保留这0.36美元的58%，也就是0.21美元（0.36美元×0.58=0.21美元），那么事实上可口可乐公司对巴菲特的0.21美元进行了再投资。（注意：0.36美元的剩余42%，也就是0.15美元按股息支付。）

这样，1989年年初，巴菲特在可口可乐公司的投资实际上是1988年他以每股5.22美元的价格购买的公司股票，也就是他的初始投资，再加上1988年的留存收益，即每股0.21美元，相当于总投资为每股5.43美元（5.22美元+0.21美元=5.43美元）。

1989年年初，巴菲特在可口可乐公司的总投资预计为：

1988年每股初始投资	5.22美元
1988年每股留存收益	+0.21美元
1989年每股总投资	5.43美元

我们可以预测，1989年巴菲特对可口可乐公司股票每股投资了5.43美元，其中初始投资部分的5.22美元的收益仍为0.36美元，也就是6.89%。现在，如果可口可乐公司能够维持33.6%的权益回报率，那么我们可以预计1989年，公司在1988年保留的这0.21美元的留存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益将产生 33.6% 的收益率。因此 1989 年，每股 0.21 美元的留存收益将产生每股 0.07 美元的新收益（0.21 美元 ×0.336 =0.07 美元）。这就是说，1989 年预期收益将为每股 0.43 美元（0.36 美元 +0.07 美元 =0.43 美元）。

巴菲特将从他 1988 年每股 5.22 美元的投资中获得 6.89% 的收益，也就是 0.36 美元，以及每股 0.21 美元留存收益的 33.6% 的收益，也就是每股 0.07 美元。这就相当于，1989 年巴菲特的可口可乐公司股票将获得每股 0.43 美元的收益，也就是说，巴菲特的初始投资加上留存收益得到的每股 5.43 美元将带给他 7.9% 的收益率（0.43 美元 ÷5.43 美元 =7.9%）。

1989 年投资及留存资本预期收益		
1988 年每股初始投资	5.22 美元 ×6.89% =	0.36 美元
1988 年每股留存收益	+0.21 美元 ×33.6% =	0.07 美元
1989 年每股总投资	5.43 美元	每股收益 0.43 美元
1989 年总投资收益率：每股收益 0.43 美元 ÷ 投资及留存资本 5.43 美元 = 收益率 7.9%。		

我们对 1990 年的投资可以做同样的分析。可口可乐公司从 1989 年将保留每股收益 0.43 美元的 58%，大约 0.25 美元。把这 0.25 美元与巴菲特已经投资于可口可乐公司的 5.43 美元相加。这样，在 1990 年年初，巴菲特对可口可乐公司的投资为 1988 年的初始投资 5.22 美元加上 1988 年的留存收益 0.21 美元，再加上 1989 年的留存收益 0.25 美元，得出总投资为 5.68 美元（5.22 美元 +0.21 美元 +0.25 美元 =5.68 美元）。

1990 年年初对可口可乐公司的每股总投资	
1988 年每股初始投资	5.22 美元
1988 年和 1989 年每股留存收益	+0.46 美元
1990 年每股总投资	5.68 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以预测，1990 年巴菲特每股 5.22 美元的初始投资将得到 6.89% 的收益，也就是每股 0.36 美元。但是 1988 年每股 0.21 美元和 1989 年每股 0.25 美元的留存收益都将按当时的权益回报率获得收益，预计为 33.6%。1988 年和 1989 年的留存收益之和 0.46 美元（0.21 美元 +0.25 美元 =0.46 美元）到 1990 年将产生每股 0.15 美元的收益（0.46 美元 ×0.336 =0.15 美元）。这样，1990 年的总收益预计为每股 0.51 美元（0.36 美元 +0.15 美元 =0.51 美元）。这就意味着，1990 年，巴菲特的初始投资和留存收益之和 5.68 美元的预期收益为每股 0.51 美元，相当于巴菲特的初始投资加上 1988 年、1989 年留存收益之和的收益率为 8.9%（0.51 美元 ÷5.68 美元 =8.9%）。

1990 年投资及留存资本预期收益		
1988 年每股初始投资	5.22 美元 ×6.89%	=0.36 美元
1988 年和 1989 年每股留存收益	+0.46 美元 ×33.6%	=0.15 美元
1990 年每股总投资	5.68 美元	每股收益 0.51 美元
1990 年总投资收益率：每股收益 0.51 美元 ÷ 投资及留存资本 5.68 美元 = 收益率 8.9%。		

我确信你注意到了收益率的持续增长，但是我在这里真正想让你看到的是巴菲特在可口可乐公司进行的初始投资有着固定的收益率 6.89%，而留存收益却不受约束，达到 33.6% 的收益率。假如是你买入了可口可乐公司的权益/债券，收益率为 6.89%，每次你可以收到公司邮寄来的利息支票，你可以用这张支票继续购买新的可口可乐公司权益/债券，对公司进行再投资，并享受 33.6% 的年复利收益率。要获得 33.6% 的年复利收益率的唯一途径就是首先购买只能支付给你 6.89% 收益率的可口可乐公司权益/债券。

为了进门，你付出了不菲的价格，不过一旦迈过门槛，你就会获得幸运之神的眷顾。你在里面待的时间越长，得到的利益也就越多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第39章
使用每股收益年增长率来预测股票的未来价值

用公司的每股收益年增长率来预测公司股票的未来价值，这种做法是能够实现的。通过使用每股收益年增长率，我们可以预测未来某一年的每股收益，进而预测出股票的价格。如果我们知道了股票的未来价格、我们支付的价格，以及这笔投资持有的年份数，我们就可以预测出这笔投资将带给我们的年复利收益率。

接下来，我就以资本城公司为例来为大家进行讲解。在1970～1980年的10年间，资本城公司保持着持续稳定的每股收益增长态势。我们现在就来预测一下公司在1980年以后的10年，也就是1980～1990年期间的每股收益情况。据此，我们可以预测出资本城公司1990年股票交易的价格幅度。我们可以进而计算出，如果你在1980年买入了1股资本城公司股票，在1990年将其出售，你可以得到的年复利收益率。（请注意：资本城公司的所有股票价格以及每股收益均为1994年进行股票拆分调整后的数据。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测 1990 年资本城公司的未来每股收益

从 1970～1980 年，资本城每股净收益从 0.08 美元增至 0.53 美元，也就是获得大约 20% 的年复利收益率。如果我们使用 20% 作为增长率来计算资本城公司 1980 年的 10 年后，即 1990 年的每股收益，那么我们计算出的结果为 3.28 美元。PV（现值）=0.53 美元，N（年份数）=10，%i（利率）=20%。按 CPT（计算）和 FV（未来价值）键，你就可以得到计算结果 3.28 美元。这意味着，我们预测出，1990 年资本城公司的每股收益为 3.28 美元。

预测 1990 年资本城公司股票的市场价格

回顾一下资本城公司 1970～1980 年间的市盈率，可以看出股票交易价格在每股收益的 9～25 倍之间。为了更有说服力，我们假设自己是保守的老罗纳德·里根（Ronald Reagan），以市盈率范围的下限，也就是 9 倍，对资本城公司 1990 年的每股收益进行预测。这样，我们预测出 1990 年的每股收益为 3.28 美元，就相当于预测出 1990 年该股票市场价格为 29.52 美元（3.28 美元×9=29.52 美元）。

假设你在 1980 年购买了资本城公司的 1 股股票，在 1990 年将其出售，就可以预测你的投资年复利收益率。

翻阅一下《华尔街日报》，大家可能会发现，1980 年资本城公司的股票售价大约为每股 5 美元。掏出你的计算器。PV=5 美元，FV=29.52 美元，N=10。点击 CPT 键和%i 键，你就可以算出年复利收益率为 19.4%。这意味着，如果你以每股 5 美元的价格在 1980 年购买了资本城公司的股票，那么你就可以在接下来 10 年中获得预期 19.4% 的年复利收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚才我们在资本城公司的例子中使用的都是历史数据，现在我们就来看看我们在 1980 年所进行的每股 5 美元的投资在现实生活中到底为我们带来了什么。1990 年，公司的收益为每股 2.77 美元，不是我们预计的每股 3.28 美元。（没关系，这不是精密科学。）1990 年，股票的交易价格介于每股 38 ~ 63 美元之间，不是我们预计的每股 29.52 美元。假设你在 1990 年以每股 38 美元的价格出售了你的股票，我们来计算一下，你在 1980 年以每股 5 美元的价格所进行的这笔投资，能够给你带来的年复利收益率是多少：PV = 5 美元，FV = 38 美元，N = 10，点击 CPT 键和% i 键，算出结果为 22.4%。所以，在 1980 ~ 1990 年 10 年期间，你的税前年复利收益率为 22.4%。如果你在 1990 年以每股 63 美元的高价位出售了你的股票，那么你在 1980 ~ 1990 年 10 年间的税前年复利收益率将为 28.8%。

因此，在资本城公司案例中，股票市场对该股票重新进行了估价，股票价格大大超出我们的预测，在这个过程中，我们的财富也获得了增长。

你可能会盘算，如果你在 1980 年以每股 5 美元的价格购买了 10 万美元的资本城公司股票，你的年复利收益率为 22.4%，那么你的投资在 1990 年将价值754 769.21美元。

要知道，巴菲特从来不会计算股票的具体价值，巴菲特观察者和巴菲特撰稿者都清楚这一点。巴菲特不会说，资本城公司股票每股值 X 美元，我能够以该价值一半的价格购买，就像格雷厄姆常做的一样。相反，巴菲特会说，如果我以每股 X 美元的价格购买资本城公司的股票，以公司目前的经济情况，10 年后我的预期年复利收益率将会是多少？在确定预期年复利收益率以后，巴菲特会将它同其他投资相比，他要求年复利收益率必须高于通货膨胀率。

这样一来，巴菲特就能够做到在购买股票后不去关注市场如何对其进行估价。巴菲特知道他能获得的长期年复利收益率大概会是多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他还知道，经过一段时间以后，市场会对公司进行估价，这个价格将反映公司净值的增长。

如果巴菲特借鉴格雷厄姆式观点的话，那么，假如一家公司的股票每股值 10 美元，而他能够以每股 5 美元的价格购买，则当市场将公司股票估价为每股 10 美元的时候，巴菲特就不得不卖掉他的股票。倘若情况真是如此，巴菲特肯定每天都会手捧《华尔街日报》，研究市场对股票的估价情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 40 章

公司如何通过回购股票实现股东的财富增长

现在，如果你将可口可乐公司 1989 ~ 1993 年间的预期每股权益价值（参见第 37 章“1988 ~ 2000 年收益预测”表格），同可口可乐公司报告的实际每股权益价值相比较，你会发现如下表所示：

年份	预期每股权益价值（美元）	实际每股权益价值（美元）
1989	1.28	1.18
1990	1.53	1.41
1991	1.83	1.67
1992	2.18	1.49
1993	2.60	1.77

可以很清楚地看到，我们的预期每股权益价值同实际每股权益价值之间存在着显著的差异。是我们的预测不准确吗？回顾一下我们对每股收益的预测就会发现，我们的预测非常准确。

事实上，当时发生了一件事情，可口可乐公司用基本权益收回了自己发行的普通股。从 1984 年至 1993 年末，可口可乐公司花了大约 58 亿美元的基本权益，用于回购公司发行的普通股。从 1984 年至 1993

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年末，可口可乐公司成功收回了其普通股，将发行量从1984年的大约31.74亿股减至1993年末的大约26.04亿股。这表示普通股大约减少了5.7亿股，也就是1984年公司发行的所有普通股的21%。

年份	预期每股收益（美元）	实际每股收益（美元）	误差
1989	0.43	0.42	2.3%
1990	0.51	0.51	0%
1991	0.61	0.61	0%
1992	0.72	0.72	0%
1993	0.87	0.84	3.5%

有人可能会想，可口可乐公司在1984年发行了31.74亿股股票，9年后，公司花了股东58亿美元的资金用于回购公司股票，你也可以说，可口可乐公司花了股东大约每股1.82美元的钱，用来回购自己公司的股票（58亿美元÷1984年发行的31.74亿股股票=每股1.82美元）。

1993年，可口可乐公司公布其总净收益为21.76亿美元。如果你用1993年的总净收益除以1993年末的股票总发行量26.04亿股，就可以算出每股收益为0.84美元。这意味着，1993年，公司发行普通股票26.04亿股，净收益21.76亿美元，公司公布的每股收益为0.84美元（1993年总净收益21.76亿美元÷股票发行量26.04亿股=每股0.84美元）。

现在，思考一下：如果可口可乐公司在1993年末的股票发行量同1984年一样，大约为31.74亿股，1993年可口可乐公司总净收益为21.76亿美元，那么可口可乐公司1993年公布的每股收益将是0.68美元（1993年总净收益21.76亿美元÷股票发行量31.74亿股=每股0.68美元）。

这意味着，可口可乐公司为回购自己1984～1993年间发行的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，花掉股东每股 1.82 美元的权益，换回了 1993 年 0.16 美元的每股收益增长（回购后的 1993 年每股收益 0.84 美元 - 没有进行回购的情况下 1993 年的每股收益 0.68 美元 = 0.16 美元每股收益增长）。

可口可乐公司用 1984 年发行 31.74 亿股股票获得的钱，花掉其中大约每股 1.82 美元，换回了每股 0.16 美元的收益增长。折合成收益率的话，大约相当于 8.7%（0.16 美元 ÷ 1.82 美元 = 8.7%）。相当划算，不是吗？事实上，可口可乐公司看似不重要的资本配置的做法，是为了公司未来经济的发展，试想一下，股票市场将会如何诠释这每股 0.16 美元的收益增长呢？

1993 年，股票市场按照可口可乐公司每股收益的 25 倍对公司的股票进行估价，这相当于每股 0.16 美元的收益增长换回了每股 4.00 美元的市场价值增长。下面我就来告诉你这个过程是怎样的。

1993 年，没有回购股票的情况下：1993 年总净收益 21.76 亿美元 ÷ 31.74 亿股股票 = 1993 年每股收益 0.68 美元。如果用 0.68 美元乘以市盈率 25 倍，你可以算出市场价格为每股 17.00 美元（0.68 美元 × 25 = 17.00 美元）。

1993 年，进行了股票回购的情况下：1993 年总净收益 21.76 亿美元 ÷ 26.04 亿股股票 = 1993 年每股收益 0.84 美元。如果用 0.84 美元乘以市盈率 25 倍，你可以算出市场价格为每股 21.00 美元（0.84 美元 × 25 = 21.00 美元）。

两者之间相差 4 美元（21.00 美元 - 17.00 美元 = 4.00 美元）。

不要忘了，可口可乐公司只花了股东每股 1.87 美元资金用于回购股票，而这每股 1.87 美元股东资金却给可口可乐公司带来每股 4.00 美元的市场价格上涨。通过花费基本权益回购公司普通股票，可口可乐公司有效地收缩了其基本权益和股票发行量。虽然这种做法并不会对总净收益产生任何影响，但是它的确有效地促进了每股收益增长，因为股票发行量减少了。馅饼的大小保持不变，由于切的块数少了，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么每一块就变大了。

同时，随着基本权益的减少，权益回报率反而会增长。（记住，净收益除以权益价值，得到权益回报率。要增加权益回报率，你可以增加净收益，或者减少公司的权益价值。）

在这个例子中，总体情况大概是这样的：可口可乐公司用股东资金，以每股 1.87 美元回购公司股票，实现了每股 0.16 美元的收益增长，这 0.16 美元的每股收益增长又促使公司股票的市场价格上涨了 4.00 美元。你的资金翻了一番，你手中的馅饼变得更大了。

要知道，总净收益随着时间的推移而不断增长，股票发行量减少，就可以带来股票市场价值更进一步的上涨。举例来说，我们假设 10 年后，也就是 2003 年，可口可乐公司总净收益的年增长率为 15%，从 1993 年的 21.76 亿美元，增至 2003 年的 84.03 亿美元。现在，我们按照可口可乐公司股票发行量与 1984 年相同，即 31.74 亿股来计算可口可乐公司 2003 年的每股市场价格。我们还将按照股票发行量为 26.04 亿股，也就是在 1984 ~ 1993 年期间发生过股票回购的情况，来计算 2003 年的每股市场价格。

2003 年，没有进行股票回购的情况下：2003 年总净收益 84.03 亿美元 ÷ 31.74 亿股股票 = 2003 年每股收益 2.65 美元。如果用 2.65 美元乘以市盈率 25 倍，你可以算出每股市场价格为 66.25 美元（2.65 美元 × 25 = 66.25 美元）。

2003 年，进行了股票回购的情况下：2003 年总净收益 84.03 亿美元 ÷ 26.04 亿股股票 = 2003 年每股收益 3.23 美元。如果用 3.23 美元乘以市盈率 25 倍，你可以算出每股市场价格为 80.75 美元（3.23 美元 × 25 = 80.75 美元）。

两者之间相差 14.50 美元（80.75 美元 − 66.25 美元 = 14.50 美元）。

2003 年，如果没有进行股票回购的话，每股收益大约为 2.65 美元，折合成市场价格为每股 66.25 美元。但是，由于股票回购，2003

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年每股收益大约为 3.23 美元，折合成市场价格为每股 80.75 美元。这相当于，1984 ~ 1993 年花费股东权益，以每股 1.87 美元回购的可口可乐公司股票，按照我们的假设，在 2003 年的市场价格预计将增长 14.50 美元，为股东带来约 15% 的年复利收益率。

如果可口可乐公司把回购自己股票的 58 亿美元用于支付股息，那么，股东将为这 58 亿美元缴纳个人所得税。个人所得税的数额会使股东收益减少至约 40 亿美元，也就是每股 1.26 美元。

因此，作为投资者，你必须要做出的抉择就是，希望这每股 1.26 美元能够进入你的口袋，还是希望可口可乐公司把这笔钱用于扩大你的馅饼？如果你选择让可口可乐公司保留税后的 1.26 美元，公司将会回购自己的股票，使每股收益得以增加，从而使得股票价值上涨。

由于巴菲特购买了可口可乐公司股票，并且在董事会获得了一席之地，因此公司成为了自己股票的主动购买者。与此同时，股票市场提高了对公司的估价，股票市盈率从 1988 年的 18 倍，增至 1997 年的 40 倍。股票市场只偏爱高速增长的每股收益和高权益回报率。对于巴菲特来说，可口可乐公司的股票回购计划是一件再好不过的事情了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第41章

如何确定每股收益增长是缘于股票回购

我们已经讨论过如何确定一段时期每股收益的年复利增长率，我们也讨论过公司如何通过减少股票发行量来提高每股收益的年复利增长率。不过，当你分析一只股票的时候，你必须要知道导致每股收益增长的原因：是企业的经济动力造成了每股收益增长，还是由于金融人士的操控，或是两者兼而有之？

完成这项任务的方法是用公司的实际净收益年复利增长率与每股收益的年复利增长率相比较。要知道，每股收益等于公司的净收益除以公司的股票发行量。

这样，华盛顿邮报公司总净收益为1.002亿美元。用1.002亿美元除以股票发行量1 283万股，得出每股收益为7.80美元。如果股票发行量减少至1 000万股，那么每股收益为10.02美元。股票发行量降低，则每股收益增加。股票发行量增加，则每股收益降低。

这是一个简单的技巧，也是管理层使用资本有效地增加股东财富的方法之一。但是，这种方法也可能忽视负面结果。

比如说，1980年X公司净收益为1亿美元，股票发行量为1 000万股，折算出每股收益为10美元（1亿美元 ÷ 1 000万股 = 10美元）。现在，比如说1990年，公司报告净收益为7 500万美元，股票发行量为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500 万股，折算出每股收益为 15 美元。

因此，即使 X 公司在 1980～1990 年 10 年间实际净收益从 1 亿美元减少到7 500万美元，公司报告的每股收益仍然从 1980 年的每股 10 美元增至 1990 年的每股 15 美元。

这就意味着，X 公司的每股收益年增长率为 4.13%，而实际净收益的年度损失为 2.83%。管理层作为收益创造家，使用各种技巧维护股东的权益。嘿，去年每股收益增长 4.13%。不错啊！现在回去看电视吧，不要打扰我们。

你觉得我在糊弄你，是不是？没有人会傻到不去查看实际净收益和每股收益。我知道你可能去过迪士尼乐园，但你去过华尔街吗？

雷神公司（Raytheon）——“爱国者”导弹的制造商、聪明的火箭科学家，成功地实现了 1985～1995 年每股收益 11.2% 的年复利增长率。不错的成绩。管理层可以骄傲地指着图表对股东们说，每股收益从 1985 年的 2.30 美元增至 1995 年的 6.65 美元。给这些家伙加薪吧！但是事实上，雷神公司的实际净收益年增长率仅为 7.8%。你可能会觉得奇怪：7.8% 没什么可炫耀的呀，只比通货膨胀率高了一点而已。每股收益急速增长的原因其实是雷神公司将其股票发行量减少了 24%，从 1985 年的 1.55 亿股，降至 1995 年的 1.17 亿股。

股票回购不仅可以忽略总收益的低速增长，还会带来惊人的成绩。从 1985 年至 1995 年，可口可乐公司报告它的每股收益年复利增长率达到了 19.5%，这简直是不可想象的。与此同时，公司实际净收益的年复利增长率达到 15.2%，同样是非常出色的成绩。可口可乐公司的实际净收益以惊人的速度增长，而每股收益增长率的进一步上涨实则源于股票发行量的降低——从 1985 年的 30.87 亿股，降至 1995 年的 24.75 亿股。

菲利普·莫里斯公司在报告中称，在 1985～1995 年间，公司实际净收益的年复利增长率为 16%，每股收益的年复利增长率为 18.35%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司蒸蒸日上。在很大程度上，成绩的取得要归功于菲利普·莫里斯公司将其股票发行量减少了13%，从1985年的9.54亿股，减至1995年的8.23亿股。

有时候，公司对于资本的需求太大了，因此不仅不会回购股票，反而会发行更多。股票发行量增加了，每股收益的年增长率也就随之降低。正如股票发行量减少不会影响实际净收益的增长率一样，股票发行量的增加对实际净收益的增长率同样也没有影响。通用汽车公司在这方面就是一个很好的例子。

1985~1995年期间，通用汽车公司报告称公司净收益的年增长率为4.82%，而每股收益年增长率仅为2.68%。这是因为，通用汽车公司增加了股票发行量，从1985年的6.82亿股增至1995年的7.55亿股。这个例子很好地说明了通用汽车公司收益的增长要归功于公司资本基础的扩大，而不是企业的经济因素。

银行持股公司在这方面更是在行。这些公司的发展不是来源于优秀的公司业绩，而是因为投资者向企业投入了更多的资金。Norwest风险投资公司作为美国第十三大银行持股公司，发布报告称其在1985~1995年期间每股收益年复利增长率为21%，实际净收益年复利增长率为28%。在此期间，公司的股票发行量从1985年的1.78亿股增至1995年的3.25亿股。Norwest风险投资公司所做的就是不断发行新股票，再将这些股票同其他银行进行交换。如果Norwest风险投资公司的股票具有优良价值，那么这些新的银行就会增加Norwest风险投资公司的股票价值，从而扩大公司的每股收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第42章

如何衡量管理层对留存收益的利用能力

一个公司获得利润以后，它要考虑的就是如何使用这些利润。通常，利润的一部分必须用来更新主营业务的主要设备，从而产生更多的利润。巴菲特认为这部分收益是有限制收益。

举个例子解释一下有限制收益。比如说A公司在1992年赚了100万美元，但是公司预期在1993年不得不更换总厂的一台发电机，价值40万美元，这就意味着，公司在1993年要拿出40万美元来更换发电机，否则公司就要停业了。如果公司的银行账户里没有40万美元的存款，那么就只好对外筹集资金。但是A公司在1992年赚了100万美元，因此，1992年年底，当公司盘算用这100万美元做什么的时候，管理层提出从这100万美元收益中拿出40万美元，用于在1993年购买新的发电机。

这就是说，A公司100万美元收益中有40万美元是有限制的。因此，A公司1992年赚的100万美元中，有40万美元是被限定在1993年用来购买新发电机的，剩下60万美元可以作为股息由A公司支付给股东，或者用于从事新的企业风险投资。

巴菲特只对剩下的60万美元无限制收益感兴趣。A公司的管理层用这笔钱做什么决定了A公司能否为股东资本带来价值增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为，管理层应该利用这些无限制收益为股东带来最佳价值。

A 公司的管理层可以选择将这些无限制收益作为股息支付给股东，或者选择保留这些无限制收益，用这笔钱回购公司股票或者进行新的企业风险投资。

巴菲特认为，管理层应该保留无限制收益，只要公司能够用这些无限制收益获取高于股东在公司以外可以获得的收益率。

我们假设 A 公司的管理层能够用这 60 万美元的无限制收益为公司赚取 15% 的年收益率，而如果股东将这 60 万美元作为股息取走的话，他们可能做不到那么好，这样的话，A 公司保留这些无限制收益就比将这些收益作为股息支付出去要有意义得多了。（为简单起见，本例忽略了税收因素的影响。）巴菲特认为，管理层只有通过预测，确信能够做到比股东从事的投资活动表现更好时，公司才可以保留这些无限制收益。

如果情况恰好相反，股东自己能够获得 15% 的收益率，而 A 公司的管理层对收益进行再投资，却只能获得 5% 的收益率，那么将无限制收益作为股息支付给股东显然要有意义得多。

作为投资者，我们的问题在于很难确定公司的管理层能否很好地对这些无限制收益进行配置。因为公司在其主营业务中往往会出现异常经济状况，一下子就能产生超额现金，弥补管理层在资本配置上所犯的一切错误。请注意，在一个非常强大的企业中，不当管理经常会隐藏得很深，很难被发现。

即使销售额保持不变，通货膨胀也会造成主营业务收益水平的上涨，从而掩盖了管理层的真实业绩。物价水平上涨 10%，就相当于公司产品价格上涨 10%，收益也上涨了 10%。如果主营业务对于新投资资本的需求非常低的话，那么由通货膨胀带来的收益增长，就很容易被错误地归功于管理层对无限制收益的合理配置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是问题所在。作为投资者，我们如何衡量公司及其管理层对无限制收益合理配置的能力呢?

这里介绍一种简单的数学方法来衡量管理层的业绩。不难看出，主营业务和通货膨胀仍然会导致最后结果与实际收益的近似值相去甚远。当然，必要性永远是所有发明之母，我们对于业绩的衡量需求很迫切。因此，在对会计及报告准则做更详细的分析之前，我们先来对管理层的业绩做一个粗略估计。

我们需要做的就是将企业在某一时期保留的每股收益与同一时期其他任意公司的每股收益相比较。

我给大家举几个例子，以便大家更好地理解。

1983 年，可口可乐公司的每股收益是 0.17 美元。这也就是说，截至 1983 年年底，可口可乐公司为所有股票持有者带来了每股 0.17 美元的收益。在 1983 年年底至 1993 年年底的 10 年中，可口可乐公司的每股总收益为 4.44 美元。可口可乐公司在此期间，从这 4.44 美元中共拿出了 1.89 美元用于支付股息。这意味着，在 1983 ~ 1993 年 10 年间，可口可乐公司的留存收益为每股 2.55 美元（4.44 美元 - 1.89 美元 = 2.55 美元）。

因此，在这 10 年间，可口可乐公司每股总共赚到了 4.44 美元，每股支付了 1.89 美元作为股息，保留了每股 2.55 美元加入至公司的资本基础中。

在 1983 ~ 1993 年期间，可口可乐公司的每股收益从 0.17 美元增至 0.84 美元。我们可以将 1983 年每股 0.17 美元的收益全部归功于截至 1983 年年底可口可乐公司的总投资资本。我们也可以这样说，每股收益从 1983 年的 0.17 美元增至 1993 年的 0.84 美元，这全是因为可口可乐公司管理层合理利用了 1983 ~ 1993 年公司保留的每股 2.55 美元收益。

如果我们用 1993 年的每股收益 0.84 美元减去 1983 年的每股收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

0.17 美元，可以看到，两者之间相差 0.67 美元。这样，我们就可以说，1983～1993 年间留存的每股 2.55 美元在 1993 年创造了 0.67 美元的每股收益增长，这意味着，每股 2.55 美元的留存收益在 1993 年获得了每股 0.67 美元的收益增长，收益增长率为 26.2%（0.67 美元 ÷ 2.55 美元 = 26.2%）。

因此，我们说，可口可乐公司的管理层利用 1983～1993 年期间留存的股东资本每股 2.55 美元，在 1993 年获得了 26.2% 的收益增长率。

我们来比较一下通用汽车公司。1983～1993 年期间，通用汽车公司的每股总收益为 37.67 美元，其中 22.18 美元作为股息支付给股东，剩余 15.49 美元作为公司的留存收益。但是，通用汽车公司的每股收益呈下降趋势，从 1983 年的 5.92 美元降到 1993 年的 2.13 美元。通用汽车公司的管理层将保留每股 15.49 美元的股东收益，而以这种方式进行配置，实际上造成了每股收益的下跌。这不得不使你对汽车企业的经济优势产生怀疑。

如果我们再往后看，1995 年通用汽车公司的每股收益为 7.28 美元，可以说，从 1983 年至 1995 年，通用汽车公司保留了大约每股 26.27 美元的股东收益，使每股收益从 1983 年的 5.92 美元上涨至 1995 年的 7.28 美元。这就相当于，通用汽车公司保留了每股 26.27 美元的留存收益，并利用这些收益成功地实现了每股 1.36 美元的收益增长（7.28 美元 - 5.92 美元 = 1.36 美元）。因此，我们可以说，1983～1995 年期间保留的每股 26.27 美元，在 1995 年实现了每股 1.36 美元的收益增长。我们可以将其看做每股 26.27 美元的留存收益在 1995 年获得了每股 1.36 美元的收益增长，收益增长率为 5.1%（1.36 美元 ÷ 26.27 美元 = 5.1%）。

制造巨型计算机的克雷研究（Cray Research）公司在 1983～1993 年期间的每股总收益为 31.67 美元，所有的收益均作为留存收益保留在公司。每股收益从 1983 年的 0.89 美元增长至 1993 年的 2.33 美元，上涨了 1.44 美元。因此，格雷研究公司保留了每股 31.67 美元的股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益，在 1993 年每股收益上涨了 1.44 美元，相当于在 1983 ~ 1993 年期间，收益增长率为 4.5% （1.44 美元 ÷ 31.67 美元 = 4.5%）。

我们来比较一下克雷研究公司和甘尼特公司（Gannett Corporation）。大家都知道，由甘尼特公司出版发行的报纸大约有 190 多种，甘尼特公司从 1983 年底至 1993 年底实现了 20.88 美元的每股总收益，其中 10.37 美元作为股息支付给股东。这就是说，在 1983 ~ 1993 年期间，甘尼特公司保留了股东每股 10.51 美元的留存收益。每股收益从 1983 年的 1.13 美元增至 1993 年的 2.72 美元，上涨了 1.59 美元。

我们可以说，甘尼特公司保留的 10.51 美元股东收益，在 1993 年实现了每股收益上涨 1.59 美元，收益增长率为 15.1%。而克雷研究公司保留了每股 31.67 美元股东收益，是甘尼特公司的 3 倍，可是克雷研究公司的每股收益只上涨了 1.44 美元，收益增长率仅为 4.5%。

即使我们不了解这四家企业，我们仍然可以分辨出可口可乐公司和甘尼特公司明显经营得更好，相比通用汽车公司和克雷研究公司，可口可乐公司和甘尼特公司能够对留存收益进行更有利的配置。

查看一下这四家公司股票的市场价格，可以看到，通用汽车公司和克雷研究公司在 1993 年的股票交易价格与 1983 年几乎是相同的。这意味着，即使通用汽车公司保留了每股 15.49 美元的股东收益，克雷研究公司保留了每股 31.67 美元的股东收益，这两家公司也都不可能为股东带来长期、显著的价值增长。

而可口可乐公司和甘尼特公司在 1983 ~ 1993 年期间，股票的市场价格明显上涨，为股东的利益带来了实际价值。

这项测试并非无懈可击，你必须留意每股收益有没有误差，确定你所使用的每股收益能够表现出获利能力的任何实际上升和下降。这项测试的优势在于，它可以带给你——投资者一种非常快捷的途径，帮你确定某家公司及其管理层是否有能力用合理的方式配置留存收益，从而实现公司股东财富的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第43章
短期套利行为

巴菲特有一项不为人知的才能，就是他善于套利——也就是他所说的“转机获利”。这些套利或者转机获利的机遇来自企业清算、重组、合并、分拆及恶意收购。巴菲特倾向于进行长期投资，但是如果没有机会进行长期投资，他就会寻找套利机会，或者说转机获利机会，套利可以为他提供比其他短期投资更大的获取现金资产的空间。事实上，巴菲特在30岁时就开始进行套利投资了，他估算自己的平均税前年复利收益率大约为25%，在任何书本中，这都不愧是一笔好收益。

巴菲特合伙公司在早期的总资产中，有多达40%都来自于套利投资。在1962年那个黑暗年代，当整个市场开始向南部转移时，正是套利投资扭转了败局。这些利润使得巴菲特合伙公司的股价上涨了13.9%，而道琼斯指数的悲惨业绩是下跌7.6%。（不过，巴菲特合伙公司在1962年对常规业务的投资事实上是亏损的，正是套利/转机获利收益将一场灾难转化为金融投资神话中的一则小传奇。）

尽管套利/转机获利有很多种类型，或者如格雷厄姆所说的“特殊情况”，但巴菲特始终非常倾向于格雷厄姆所说的出售或者清算的现金交付。在这种套利类型中，公司将经营业务出售给另一个实体，或者决定清算公司，并将这些钱分配给公司的证券持有人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1988 年，在雷诺兹·纳贝斯克公司管理层出标竞卖后，收购公司 KKR 出价 220 亿美元竞标，巴菲特以 2.818 亿美元购买了3 342 000股雷诺兹·纳贝斯克公司的股票，这就是公司出售给其他实体的一个典型例子。

巴菲特购买通用动力（General Dynamics）公司的股票，源于公司宣布要清算某些资产，并将钱分配给公司股东。

套利的投资机遇来自于宣布出售或者清算的价格与公司股票市场价格之间的差价。

举例来说，X 公司宣布将在未来某天把公司的所有股票出售给 Y 公司，售价为每股 120 美元，而从事套利的人可以在交易结束前以每股 100 美元的价格购买这只股票，这样，套利投资者就可以获得每股 20 美元的收益——市场价格 100 美元及出售价格 120 美元之间的差价（120 美元 - 100 美元 = 20 美元）。问题在于，交易将在何时结束，套利投资者何时才能从每股 120 美元中获得 20 美元的收益?

这样说来，一个重要的问题就是时间。购买日期至交易结束日期之间的时间越长，你能得到的年收益率就越低。我来给大家解释一下。

如果你以每股 100 美元购买了某家公司的股票，而这家公司将在 12 个月后以每股 120 美元的价格将公司出售，那么你的收益就是 20 美元，税前年收益率为 20%。但是，如果由于某些错综复杂的原因，交易持续了 2 年时间，那么在这种情况下，你的税前年收益率将降至 10%。

同样，如果你很幸运，交易不是在 12 个月后，而是在 6 个月后就结束了，那么你的税前年收益率将跃升至 40%。

套利/转机获利从本质上讲就是带有时间表的投资。在本例中，你的收益是固定的，20 美元，股票持有时间的长度将决定税前年收益率。时间越短，税前年收益率越高；时间越长，税前年收益率越低。

从事这种类型的投资也是有一定风险的。其一，正如我们刚刚所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讨论的，交易时间可能比我们预期的要长。其二，整个交易也有可能完全失败，也就是我们过去常说的重大失败。

导致交易时间比预期时间长，或者交易失败的原因有很多。有时是因为股东拒绝接受收购，有时是因为政府反垄断人员的干扰，还有时是因为美国国税局颁发了永久性的税收裁定。总之任何环节都可能出问题。

巴菲特规避风险的方法之一，就是只有当出售的消息已经公布后，他才会进行投资。这个方法看上去很普通——什么人会傻到在消息没有公布之前就去投资呢？猜猜看？你猜对了，是华尔街人士！是的，他们花了很长时间绞尽脑汁，然后想出一个主意。他们可以先制造谣言——某家公司将成为候选接管公司，然后向这些公司投资，企图从中获利。在谣言基础上进行的交易能够带来丰厚的收益，但同时也意味着巨大的风险。

在经历了数百次套利/转机获利后，巴菲特发现，25%的年收益率常常比100%的年收益率更加有利可图，也就是说，具有更多的可能性。华尔街的金融人士会利用谣言的力量，而巴菲特只会在出售或者并购宣布后才进行投资。

在巴菲特合伙公司时代，也就是从1957年至1969年，巴菲特认为套利/转机获利类型的投资，能够年复一年地为合伙公司带来最稳定、最为绝对的收益，而在市场衰败时期，它能为合伙公司带来巨大的竞争优势。

要知道，当股票市场下跌时，股东和管理层就会开始为公司股票日益下跌的价格担忧，因此，他们往往乐于出售、清算或者进行一些重组。这样一来，当市场开始下跌时，套利的机会也就来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆方程

巴菲特从格雷厄姆那里学会了套利/转机获利游戏，而格雷厄姆深受梅耶·H·温斯坦（Meyer H. Weinstein）1931 年发表的题为《证券套利》（*Arbitrage in Securities*）这篇经典论文的影响，格雷厄姆在 1951 年版的《证券分析》一书中对证券套利进行了出色的阐述。

格雷厄姆注意到，在持续经营企业的现金交易中，如果在宣布消息之前购买证券，就会得到很大的收益。格雷厄姆还注意到，在宣布消息之后和出售完成之前，证券的市场价格和宣布的出售价格之间常常会有差价，巴菲特觉得这个差价就是套利最有利可图的地方。

由于投资的复杂性，同时考虑到各种变量的交互作用，格雷厄姆创造了一个通用公式，用来确定某笔交易的潜在获利。他把这个公式教给了巴菲特，公式内容如下：

G = 如果交易成功的潜在收益

L = 如果交易失败的潜在损失

C = 预期成功概率，用百分比表示

Y = 预期持有时间，以年为单位

P = 证券的当前价格

年收益率 = ［CG－L（100%－C）］/YP

公式将损失的可能性考虑在内。损失是在该类交易中必须要权衡的，我们来看看这个公式应该如何使用。

格雷厄姆套利公式使用示例

1982 年 2 月 13 日，贝尤克雪茄公司（Bayuk Cigars Inc.）宣布公司已经获得美国司法部批准，将雪茄业务出售给美国玉米生产公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（American Maize Products），售价为1 450万美元，相当于每股7.87美元。公司还宣布已接受清算计划，将把公司出售所得分配给股东。

公司发布消息后不久，巴菲特购买了贝尤克雪茄公司5.71%的普通股票，花费了572 907美元，或者说每股5.44美元。由于当时市场价格为每股5.44美元，而贝尤克雪茄公司在出售公司资产后将分配给股东的收入估计为每股7.87美元，这样巴菲特就可以从两者之间的差价中实现套利。

如果巴菲特要在套利活动中使用上述格雷厄姆方程，他必须计算预期每股收益。用售价每股7.87美元减去支付的市场价格，每股5.44美元，算出潜在收益为每股2.43美元（7.87美元－5.44美元＝2.43美元）。

然后用潜在收益每股2.43美元乘以成功概率。在这个例子中，交易已经公布，并获美国司法部批准，因此，几乎不可能再出现什么障碍了。这意味着，巴菲特可以确定出售成功的概率肯定会在90%以上。这样，巴菲特用潜在收益每股2.43美元乘以90%，根据这个成功概率，他可以获得2.18美元的预期每股收益。

巴菲特还必须计算如果交易失败他会损失多少。如果取消出售，那么股票价格将会退回到宣布出售之前的水平。如果出售不成功的话，贝尤克雪茄公司的股票将回到原先每股4.50美元的价位，这是公司宣布出售和清算前的价格。这意味着，如果巴菲特以每股5.44美元的价格购买了贝尤克雪茄公司的股票，而公司股票的价格跌回每股4.50美元，那么巴菲特每股将损失0.94美元。

但请记住，巴菲特同样也会计算发生损失的机会。用100%减去成功机会90%，巴菲特就可以得出交易失败的机会为10%，然后用潜在损失每股0.94美元乘以10%，得出预期损失为每股0.09美元。

接下来，巴菲特要计算交易的时间长度。公司在资产清算后，会在该财政年度内将收入分配给股东，否则就要缴纳资本利得税。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特可以预计，公司将在年内支付这笔收入，根据出售及清算时间，确定持有期限为 1 年。

现在我们就用格雷厄姆的套利公式来看一看贝尤克雪茄公司的情形：

G＝2.43 美元，如果交易成功的潜在收益

L＝0.94 美元，如果交易失败的潜在损失

C＝90%，预期成功概率，用百分比表示

Y＝1 年，预期持有时间

P＝5.44 美元，证券的当前价格

年收益率＝［CG－L（100%－C）］/YP

即

$$\text{年收益率}=\frac{\overset{C}{90\%}\times\overset{G}{2.43\text{ 美元}}-\overset{L}{0.94\text{ 美元}}\times(100\%-\overset{C}{90\%})}{\underset{Y}{1}\times\underset{P}{5.44\text{ 美元}}}$$

即

$$\text{年收益率}=\frac{\overset{CG}{2.18\text{ 美元}}-\overset{L(100\%-C)}{0.09\text{ 美元}}}{\underset{Y}{1}\times\underset{P}{5.44\text{ 美元}}}$$

即

$$\text{年收益率}=\frac{2.09\text{ 美元}}{5.44\text{ 美元}}=38\%$$

如果贝尤克雪茄公司出售及清算如期进行，巴菲特就可以计算出他的收益率为 38%。对于短期套利投资来说，这算得上是一个不错的收益率。

巴菲特经历过很多不同的套利机遇。除了贝尤克雪茄公司和雷诺兹·纳贝斯克公司的交易以外，为实现套利目的，巴菲特还持有许多公司的股票，比如说得克萨斯国家石油公司（Texas National Petroleum）、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿吉斯集团（Allegis）、利尔·西格勒公司（Lear Siegler）、旁氏公司（Chesebrough-Pond's）、卡夫食品公司、英特科公司（Interco）、美国联合百货公司（Federated）、美国南陆公司（Southland）和海丰银行（Marine Midland Bank）。巴菲特1年内可能会进行高达20次套利投资，或者他也可能一次都没做。

根据以往的经验，巴菲特发现，在套利领域，交易日期的确定可以解决困扰价值投资的价值实现问题。只有确定了一个日期，投资才能够实现其最大价值。投资者仅需计算一下公司提供的报价能不能为自己的投资带来充足的收益率，就可以了。

但是，要记住我们早先说过的，只有在出售或者清算正式宣布后，巴菲特才会开始他的套利活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 44 章

归纳总结：案例分析

我们来研究一下巴菲特曾经投资过的公司。用于每个案例分析的公式都是相同的，只是价格分析中的数学部分和确定年复利收益率方面稍微有些变化。我们在分析过程中力求多样性，以便告诉你数学工具的更多用途和广阔前景。

1994 年，甘尼特公司

巴菲特对于报业的强烈爱好可能始于他的孩提时代，那时他生活在华盛顿特区，那里可以看到《华盛顿邮报》。我们都知道，后来他在华盛顿邮报公司占据了相当重要的一席。

从 1994 年夏天开始，巴菲特就大量买进甘尼特公司——一家报业控股公司的股票。最后，他花了335 216 000美元购买了6 854 500股甘尼特公司普通股，相当于购买价格为每股 48.90 美元。我们来看一看是什么吸引了巴菲特。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调查分析

这个案例的背景非常简单。我们都知道《今日美国》，在美国，你在任何一个报摊都能买到它。如果你读过不止一种发行量这样大的报纸，你的头脑中可能会闪现出一些问题：是谁发行了这份报纸？它有没有公开上市？好吧，我来告诉你，是甘尼特公司发行了这份报纸，第二个问题的答案是肯定的。

如果查阅一下《价值线》你就会知道，甘尼特公司在美国38个州和其他领土发行了190种报纸。公司最大的发行物是《今日美国》（发行量210万份）和《底特律新闻》（*Detroit News*）（发行量31万份）。甘尼特公司还拥有13家广播电台和15家网络联属电视台。

一旦你收集到了财务信息，就应该立即着手解决我们的问题。

1. 公司是否具有消费垄断力量或者品牌产品？或者公司只是商品类企业？我们知道，报纸、广播和电视台都是不错的行当，如果一份报纸能在一个区域独占鳌头的话，那么这家报纸发行公司通常来说一定会是一个大型企业——较少的竞争意味着能够给股票持有者带来更多的收益。甘尼特公司发行的大部分报纸都是独领风骚的。非常不错。

2. 你明白公司是如何做到这一点的吗？没错，作为消费者/投资者，你经常使用且非常熟悉公司的产品。你途经一个外地的机场，感觉无所事事，于是就来到报摊前买报纸。你会买什么报纸？当地报纸吗？不。你不会对当地政府打算干什么感兴趣。但是，你发现这里有《今日美国》，上面有全国新闻！

3. 公司是否有过重的债务负担呢？公司的权益负债状况表明，1994年，甘尼特公司的长期外债总额为7.67亿美元，而所有者权益超过18亿美元。尽管要偿还债务，公司在1994年还是有着非常丰厚的收益，达到了4.65亿美元。我们可以很清楚地看到，甘尼特公司有能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在两年内还清所有债务。

4. 公司的收益足够丰厚吗？收益呈上涨趋势吗？甘尼特 1994 年的预期收益为每股 3.20 美元。公司的每股收益状况表明，在 1984～1994 年期间，公司的年复利收益率为 8.6%；在 1989～1994 年期间，年复利收益率为 5.3%。可以看出，每股收益非常稳定，从 1984 年至 1994 年，除 1990 年和 1991 年外，每股收益均呈逐年增长趋势，1990 年和 1991 年，由于广告费下降，整个出版及媒体行业都经历了一场经济衰退。记住，某个行业的全面经济萧条往往意味着买方有利时机的到来。

公司历年的每股收益表明，公司收益很丰厚，且呈上涨趋势，这正是我们所追寻的。

年份	每股收益（美元）
1983	1.13
1984	1.40
1985	1.58
1986	1.71
1987	1.98
1988	2.26
1989	2.47
1990	2.36
1991	2.00
1992	2.40
1993	2.72
1994	3.20（预期）

5. 公司仅投资其专业领域内的企业，在本例中就是媒体产业。

6. 进一步调查显示，甘尼特公司曾经回购过公司股票。公司曾经回购过 1988～1994 年期间发行的2 120万股股票。这标志着管理层会尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能利用资本增加股东财富。

7. 管理层利用公司留存收益的方法，看上去做到了促进每股收益的增长，进而实现了股东价值的增长。

从 1984 年至 1994 年，公司的留存收益为每股 11.64 美元，每股收益从 1984 年年末的 1.40 美元增至 1994 年年末的 3.20 美元，增长了 1.80 美元。因此，我们可以说，每股 11.64 美元的留存收益，在 1994 年预期可以产生每股 1.80 美元的税后收益，相当于收益率为 15.5%。

8. 公司的股东权益回报率高于平均水平。我们知道，当一个企业能够获得高于平均水平的股东权益回报率时，巴菲特就会将其视为一个好的标志。在此前 30 年中，美国公司的平均权益回报率约为 12%。甘尼特公司历年的权益回报率如下：

年份	权益回报率
1983	17.6%
1984	19.6%
1985	19.9%
1986	19.3%
1987	19.8%
1988	20.4%
1989	19.9%
1990	18.3%
1991	19.6%
1992	21.9%
1993	20.8%
1994	24.5%（预期）

在这 10 年中，甘尼特公司股票的年均股东权益回报率为 20.4%。比平均水平意义更重大的一点在于公司获得了持续稳定的高权益回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率，表明管理层干得非常出色，他们能够将留存收益投入到有利可图的新项目中。

9. 公司能够根据通货膨胀水平自由调整价格吗？报纸过去的售价是 10 美分 1 份，现在是 50 美分至 1 美元 1 份。但是，报纸和电视台真正的盈利途径是广告销售。如果你拥有镇上唯一一家报纸企业，那么你无疑可以收取非常高的广告费，因为人们找不到其他的替代品。正如我们之前所说，分类广告、超市、汽车销售商和娱乐业，比如电影院，都要在当地报纸上刊登广告来进行宣传。总的来说，我们可以假设，甘尼特公司能够根据通货膨胀水平来调整价格，无须担心损失销售额的风险。

10. 公司经营需要大量的资本消耗以不断更新厂房和设备吗？正如我们之前所讨论的，如果一个公司需要持续进行大量资本支出以保持竞争力的话，那么公司的一切收益均可被抵消。甘尼特公司的支柱产业就是它的报纸和广播电台、电视台。因此，一旦公司的基础设施就位，并且在近期更新过，那么在固定设备方面，就不需要投入很多了。印刷设备很多年也不会用坏，电视台和广播电台也只需要偶尔添置新的传导机。

这意味着，甘尼特公司赚钱以后，不需要把钱花在研发上，也不需要花费大量成本更新厂房和设备。甘尼特公司要做的就是到外面再收购更多的报纸和广播电台、电视台，或者用多余的现金回购股票。这样，甘尼特公司的股东就可以变得越来越富有。

数据信息小结

由于巴菲特对上述关键问题均持肯定态度，因此他推断甘尼特公司能够进入他的“信赖领域”，其收益具有较强的可预测性。不过对这些问题持肯定态度并不等于他就会去购买公司的股票。当某个公司被认定为我们想要投资的企业类型后，我们仍然需要计算公司股票的市场价格是否能够让我们获得比其他投资更丰厚的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格分析

我们之前说过了，现在还要重复一遍：首先鉴别这家公司，然后让市场价格帮助我们做决策。

初始收益率以及相对于政府债券的价值

在甘尼特公司案例中，公司 1994 年的预期每股收益为 3.20 美元，用 3.20 美元除以 1994 年政府长期债券利率，大约为 7%，得出相对价值为每股 45.71 美元。这意味着，如果你以每股 45.71 美元的价格购买甘尼特公司的股票，那么你得到的收益率就与购买政府债券相同。1994 年，甘尼特公司的股票价格在每股 46.40 ~ 59 美元之间。我们说过，巴菲特购买甘尼特公司股票的平均价格就是每股 48.90 美元。

由于 1994 年预期每股收益为 3.20 美元，如果你以每股 48.90 美元购买股票，那么你得到的预期初始收益率将为 6.5%。我们回顾一下甘尼特公司之前 10 年的每股收益增长率可以得知，公司的年复利收益率为 8.6%。现在，你可以问自己一个问题：我想要什么——48.90 美元可以购买政府债券，有着 7% 的稳定收益，或者买甘尼特公司的权益/债券，其初始收益率为 6.5%，息票的预期年增长率为 8.6%？

把甘尼特公司的股票看做一种权益/债券

从股票收益的立场来看，我们可以说，1994 年甘尼特公司的每股权益价值为 13.04 美元；如果甘尼特公司在接下来 10 年仍然能够保持 20.4% 的平均权益回报率，并且保留大约 60% 的收益，那么在 10 年后，也就是 2004 年，公司每股权益价值年增长率将达到大约 12.24%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

折合每股 41.37 美元。拿出你的计算器，输入 13.04 美元作为现值（PV），10 为年份数（N），12.24% 为利率（%i），先点击计算（CPT）键，然后点击未来价值键，即可得出未来价值为 41.37 美元。

如果在 10 年后，即 2004 年，每股权益价值为 41.37 美元，甘尼特公司仍然保持 20.4% 的权益回报率，那么甘尼特公司就应该报告称自己的每股收益为 8.44 美元（41.37 美元 × 20.4% = 8.44 美元）。如果按照甘尼特公司股票过去 10 年中的最低市盈率 15 倍计算，那么股票的市场价格应该为大约每股 126.60 美元（8.44 美元 × 15 = 126.60 美元）。如果用每股收益乘以 10 年中的最高市盈率 23 倍，那么你可以算出每股市场价格为 194.12 美元（8.44 美元 × 23 = 194.12 美元）。用股票的每股市场价格加上从 1994 年至 2004 年的预期总股息每股 23.85 美元，可以算出在 10 年时间里，公司总的预期税前年复利收益率介于 11.89% ~ 16.12% 之间。

使用历史每股收益增长来预计年复利收益率

如果每股收益持续以每年 8.6% 的速度增长，且甘尼特公司继续支付每股收益的 40% 作为股息，那么巴菲特可以算出，每股收益和股息支付在接下来 10 年的发展趋势。

年份	每股收益（美元）	每股股息（美元）
1995	3.56	1.42
1996	3.86	1.54
1997	4.20	1.68
1998	4.56	1.82
1999	4.95	1.98
2000	5.38	2.15

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	每股收益（美元）	每股股息（美元）
2001	5.84	2.33
2002	6.34	2.53
2003	6.89	2.75
2004	7.48	2.99
		21.19

可以看出，巴菲特预计 2004 年甘尼特公司的每股收益为 7.48 美元。如果甘尼特公司按照过去 10 年的最低市盈率 15 倍进行交易，那么我们可以算出，股票的市场价格为每股 112.20 美元（7.48 美元 × 15 = 112.20 美元）。将这个数字同税前股息每股 21.19 美元相加，那么我们的税前总收益就跃升至每股 133.39 美元（112.20 美元 + 21.19 美元 = 133.39 美元）。

如果按照过去 10 年的最高市盈率 23 倍进行计算，那么可以得出股票的市场价格在 2004 年达到每股 172.04 美元。将这个数字同税前股息每股 21.19 美元相加，我们的税前总收益就变为每股 193.23 美元（172.04 美元 + 21.19 美元 = 193.23 美元）。

如果你是巴菲特，在 1994 年用每股 48.90 美元的价格购买了甘尼特公司的股票，用这种方法，就可以预计出，10 年后，这些股票价格加上股息，每股价值 133.39 ~ 193.23 美元，折合成税前年复利收益率则介于 10.55% ~ 14.72% 之间。你可以使用计算器算出这些数据，输入 48.90 美元作为现值（PV），10 为年份数（N），133.39 美元或者 193.23 美元作为未来价值（FV），点击计算（CPT）键，接下来点击利率（% i）键，很快，你就可以看到结果——年复利收益率为 10.55% 或者 14.72%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概要

巴菲特在 1994 年的夏天和秋天购买了大约 685.4 万股甘尼特公司的普通股票，价格为每股 48.90 美元，总购买价为335 216 000美元。当巴菲特购买甘尼特公司股票的时候，可以说他获得了一份收益率为 6.5% 的权益/债券，这份权益/债券附有一份预期年增长率约为 8.6% 的息票。并且，如果他持有这只股票的期限为 10 年的话，那么可以预计出税前年复利收益率介于 10.55% ~14.72% 之间。

这意味着，用 10 年的时间，巴菲特在甘尼特公司335 216 000美元的投资就将变为税前的913 936 654 ~1 494 166 165美元。

1992 年，美国联邦住房贷款抵押公司

巴菲特同银行业的往来，使他结识了美国联邦住房贷款抵押公司，也就是著名的房地美（Freddie Mac）。美国联邦住房贷款抵押公司从事抵押贷款的安全和担保业务。当你拿着抵押品来到当地银行，当地银行最终将会把贷款出售给美国联邦住房贷款抵押公司，然后再由公司（与其他抵押品一起）打包成一个大的抵押池。接下来，美国联邦住房贷款抵押公司再将抵押池权益出售给机构投资者。当你为你的抵押贷款支付利息时，你的利息实际上是付给了购买抵押池权益的投资者。这些有担保的抵押池被称做抵押债券。

1988 年，当美国联邦住房贷款抵押公司开始上市交易时，伯克希尔公司通过其子公司威斯科财务公司（Wesco Financial）获得了美国联邦住房贷款抵押公司 4% 的股权。1992 年，美国联邦住房贷款抵押公司迎来了其交易的鼎盛时期，巴菲特增加了伯克希尔对美国联邦住房贷款抵押公司的股票持有量，即增加了8 711 100股，巴菲特以每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低·10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38.68 美元，总共花了约 3.37 亿美元，用于提高他的股票持有量。1992 年年底，伯克希尔公司持有了 9% 的美国联邦住房贷款抵押公司发行的股票。

我们案例分析的主题就是 1992 年伯克希尔公司增加其对美国联邦住房贷款抵押公司的股票持有量。我们的调查就聚焦于迫使巴菲特在 1992 年增加对美国联邦住房贷款抵押公司投资的企业经济性质。

调查分析

了解事情的背景并非一件易事。虽然美国联邦住房贷款抵押公司股票是一只看得见的股票，但是在实际生活中你可能一辈子都不会与这家公司有任何关系。

《价值线》谈及了这只股票，还有很多投资公司也发表过看法。所以，你可以从这些方面开始追本溯源——查阅企业期刊、打电话向公司索取其年度报告书，解答我们之前说过的 10 个关键问题，这些会给你提供充足的信息，使你能够回答我们的一系列问题。

1. 公司是否具有消费垄断力量或者品牌产品？或者公司只是商品类企业？虽然抵押贷款是商品类产品，但美国联邦住房贷款抵押公司以及另一家同类型的公司房利美（Fannie Mae）从本质上讲都是政府批准的实体，由美国国会创建，这些公司筹集资金用来帮助人们购买住房抵押贷款。因此，美国联邦住房贷款抵押公司和房利美公司在这一市场环节中基本处于半垄断的状态。

2. 公司是否有过重的债务负担呢？没有。美国联邦住房贷款抵押公司的债务可以被其相应的资产抵消，即高流动性资产——抵押贷款。但是，由于公司享有政府机构地位，因此任何财务问题都会立即引起美国国会的关注——它有的是支票，从美国的纳税人那里得来的，国会用这些支票来帮助它的小兄弟渡过难关。如果抵押池中的第一担保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抵押出现了严重的违约，可以想象，美国联邦住房贷款抵押公司也同样会发觉自己陷入了麻烦之中。

3. 公司的收益足够丰厚吗？收益呈上涨趋势吗？美国联邦住房贷款抵押公司的每股收益显示，在 1986 ~ 1992 年的 6 年时间里，年复利收益率为 17.66%。

年份	每股收益（美元）
1986	1.24
1987	1.51
1988	1.91
1989	2.19
1990	2.30
1991	3.08
1992	3.29

4. 公司仅对其专业领域进行投资，在本例中就是抵押债券行业。

5. 进一步的调查显示，美国联邦住房贷款抵押公司既没有回购过公司股票，也没有因为资金需要而发行过新股票。（请注意：1995 年，美国联邦住房贷款抵押公司开始了股票回购项目。）

6. 管理层利用公司留存收益的方法，看上去做到了促进每股收益的增长，进而实现了股东财富的增长。

从 1986 年年底至 1992 年年底，公司的留存收益为每股 11.00 美元，每股收益从 1986 年年底的 1.24 美元增至 1992 年年底的 3.29 美元，增长了 2.05 美元。这样，我们可以说，每股 11.00 美元的留存收益，在 1992 年实现了每股 2.05 美元的税后收益，相当于收益率为 18.6%。

7. 公司的股东权益回报率高于平均水平。我们知道，当一个企业能够获得高于平均水平的权益回报率时，巴菲特就会将其视为一个好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的标志。在此前30年中，美国公司的平均权益回报率约为12%。美国联邦住房贷款抵押公司的历年权益回报率如下：

年份	权益回报率（%）
1986	25.9
1987	25.5
1988	24.1
1989	22.8
1990	19.4
1991	21.6
1992	17.4

美国联邦住房贷款抵押公司在之前7年的平均权益回报率为22.3%。比平均水平意义更重大的一点在于：该公司股票获得了持续稳定的高权益回报率，表明管理层干得非常出色，他们能够将留存收益投入到有利可图的新项目中。

8. 公司能够根据通货膨胀水平自由调整价格吗？通货膨胀会导致房价上涨，而上涨的房价意味着更多的抵押贷款。更多的抵押贷款给美国联邦住房贷款抵押公司带来了更大的馅饼，使公司能够获得更多的收益。如果每1亿美元的抵押贷款要收取6%的费用，那么公司就可以获得600万美元。如果房价翻番，1亿美元涨至2亿美元，公司仍然收取6%的费用，那么公司就可以获得1 200万美元了。

9. 公司经营需要大量资本消耗以不断更新厂房和设备吗？正如我们之前所讨论的，如果一个公司需要持续进行大量资本支出以保持竞争力的话，那么公司的一切收益均可被抵消。

美国联邦住房贷款抵押公司经营组合抵押贷款担保业务，对固定设备、科研及开发的需求非常小，公司可以通过名义上的工厂扩大来随意扩展业务，因此不需要大额的资本支出用于厂房或者设备的更新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据信息小结

由于巴菲特对上述关键问题均持肯定态度，因此他推断出美国联邦住房贷款抵押公司能够进入他的“信赖领域”，其收益具有较强的可预测性。不过对这些问题持肯定的态度并不等于他就会去购买公司的股票。当某个公司被认定为我们想要投资的企业类型后，我们仍然需要计算公司股票的市场价格是否能够让我们获得比其他投资更丰厚的收益。

价格分析

我们之前说过了，现在还要重复：首先鉴别这家公司，然后让市场价格来帮助我们做决策。我们这样做是因为支付价格将决定我们的收益率。

初始收益率及相对于政府债券的价值

在美国联邦住房贷款抵押公司的例子中，1992 年，公司的每股收益预计为 3.29 美元，用 3.29 美元除以 1992 年的政府长期债券利率，大约为 7.39%，得出相对价值为每股 44.51 美元。1992 年，美国联邦住房贷款抵押公司的股票价格应该介于每股 33.80 ~ 49.30 美元之间。

1992 年公司的每股收益为 3.29 美元。如果你以和巴菲特相同的价格购买了美国联邦住房贷款抵押公司的股票，也就是平均每股 38.68 美元，那么你的预期初始收益率就是 8.5%。

我们回顾一下美国联邦住房贷款抵押公司过去 8 年的每股收益增长率，可以得知，公司以年复利收益率 17.66% 的速度增长。现在，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以问自己一个问题：我想要什么——38.68 美元可以购买政府债券，有着 7.39% 的稳定收益，或者买美国联邦住房贷款抵押公司的权益/债券，其初始收益率为 8.5%，带有一份预期年复利收益率为 17.66% 的息票？

把美国联邦住房贷款抵押公司的股票看做一种权益/债券

从股票收益的立场来看，我们可以说，如果美国联邦住房贷款抵押公司在过去的 6 年时间里能够保持 22.3% 的年均权益回报率，并在接下来 10 年中保留大约 72% 的收益，那么公司的每股权益价值将从 1992 年的每股 19.67 美元增至 2002 年的每股约 87.19 美元。

如果在 2002 年，每股权益价值为 87.19 美元，美国联邦住房贷款抵押公司仍然保持 22.3% 的权益回报率，那么美国联邦住房贷款抵押公司就应该报告称自己的每股收益为 19.44 美元（87.19 美元 ×0.223 = 19.44 美元）。如果美国联邦住房贷款抵押公司按照 9 倍的历史最低市盈率进行交易，那么股票的市场价格大约应该为每股 174.96 美元。如果用每股收益乘以历史最高市盈率 12.8 倍，那么你可以算出市场价格为每股 248.83 美元。用股票的市场价格加上股息 30.47 美元，可以算出每股价值介于 205.43 ~279.30 美元之间。

这意味着，巴菲特在 1992 年以每股 38.68 美元投资的股票，预计将为他带来 18.17% ~21.85% 的税前年复利收益率（投资 10 万美元，年复利收益率为 21.85%，10 年后这 10 万美元将变为721 531美元）。

使用历史每股收益增长来预计年复利收益率

如果美国联邦住房贷款抵押公司的每股收益持续以每年 17.66% 的速度增长，并且公司支付 28% 的每股收益作为股息，那么巴菲特可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算出每股收益和股息在接下来 10 年的发展趋势。

也就是说，巴菲特可以预计出 2002 年美国联邦住房贷款抵押公司的每股收益为 16.72 美元。如果美国联邦住房贷款抵押公司按照 1989 年以来的最低市盈率 9 倍进行交易，那么我们可以算出，2002 年股票的市场价格为 150.48 美元（16.72 美元 ×9 = 150.48 美元）。

如果按照自 1989 年以来的最高市盈率 12.8 倍进行计算，那么可以得出股票的市场价格在 2002 年达到 214.01 美元。

如果你在 1992 年以每股 38.68 美元的价格购买了美国联邦住房贷款抵押公司的股票，那么，你可以预计，10 年后，这些股票每股价值 150.48 ~214.01 美元，税前年复利收益率介于 14.55% ~18.65% 之间。你可以使用计算器算出这些数据，输入 38.68 美元作为现值（PV），10 为年份数（N），150.48 美元或者 214.01 美元作为未来价值（FV），点击计算（CPT）键，接下来点击利率（%i）键，很快，你就可以看到收益率的结果。

如果加上总共 25.03 美元的每股股息，我们的预期税前收益将跃升至 175.51 ~239.04 美元，相当于税前年复利收益率为 16.32% ~19.97%。

概要

巴菲特在 1992 年购买了大约 871.11 万股美国联邦住房贷款抵押公司的普通股票，价格约为每股 38.68 美元，总购买价为 3.37 亿美元。当巴菲特购买美国联邦住房贷款抵押公司股票的时候，他可以说他买到了一份收益率为 8.5% 的权益/债券，其年增长率约为 17.66%。他还可以算出，如果他持有这只股票 10 年的话，那么他的税前年复利收益率将介于 16.32% ~21.85% 之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996 年，麦当劳公司

巴菲特关注餐饮业已经有很长时间了，他对连锁餐厅格外感兴趣，比如麦当劳公司。麦当劳公司有自己的食品，像汉堡，并将这些食品变为品牌产品。1996 年，伯克希尔－哈撒韦公司购买了30 156 600股麦当劳公司的股票，平均成本为每股41.95 美元。我们来看看，1996 年，巴菲特究竟发现了麦当劳公司的什么诱人之处。

调查分析

该公司的产品用途非常简单：让人们吃掉它。

我们到图书馆，看一看《价值线投资调查》，就可以找到麦当劳公司的上市公司登记，然后再看看《商业杂志指南》，就会发现杂志中有一个关于麦当劳公司的文章专栏。你可以致电给麦当劳公司，索要公司的年度报告。在你收集了所有的相关信息之后，请继续往下读。

1. 公司是否具有消费垄断力量或者品牌产品？或者公司只是商品类企业？你吃过麦当劳的汉堡吗？事实上，你大概很难找到没有吃过麦当劳汉堡的人。麦当劳公司是世界上最大的连锁餐厅，在全世界 100 多个国家拥有超过20 000家连锁店。“麦当劳叔叔”是一个让你无法摆脱的人。实际上，麦当劳公司售出的汉堡数量，比全世界的人口数量还要多。相当不错的业绩。

是的，麦当劳公司拥有自己的特色消费垄断品牌产品。（你应该意识得到，麦当劳公司在美国本土正在经历一场激烈的竞争，麦当劳公司能够重整旗鼓，捍卫公司在美国的市场占有率吗？抑或这次竞争将造成麦当劳公司在全球快餐市场统治地位的真正挫败？巴菲特已经投出了自己的一票，你的想法如何呢？）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 公司是否有过重的债务负担呢？公司的长期债务状况表明，公司的长期债务占公司资本结构的 35%（这是一个比较保守的资本策略），而公司保持了相当长时期的丰厚收益。

3. 公司的收益足够丰厚吗？收益呈上涨趋势吗？麦当劳公司的每股收益状况表明，在 1986 ~ 1996 年期间，公司的年复利收益率为 13.5%，在过去的 5 年时间里，年复利收益率为 13.37%。在过去的 10 年中，公司的收益增长非常稳定。

快速浏览一下公司的每年收益表，不难看出，公司收益很丰厚，且呈上涨趋势，这正是我们所追寻的。

年份	每股收益（美元）
1986	0.62
1987	0.72
1988	0.86
1989	0.98
1990	1.10
1991	1.18
1992	1.30
1993	1.45
1994	1.68
1995	1.97
1996	2.21

4. 公司仅对其专业领域内的企业进行投资，在本例中就是扩大经营。

5. 进一步调查显示，麦当劳公司曾经回购过公司股票。

6. 管理层利用公司留存收益的方式，看上去做到了促进每股收益的增长，进而实现股东财富的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 1986 年至 1996 年，公司的留存收益为每股 11.48 美元。每股收益从 1986 年年底的 0.62 美元增至 1996 年年底的 2.21 美元，增长了 1.59 美元。因此，我们可以说，每股 11.48 美元的留存收益，在 1996 年预期可以产生每股 1.59 美元的税后收益，相当于收益率为 13.8%。这表明，公司的留存收益是有利可图的。我们可以看出，公司的每股收益也在相应地增长。这种情况使得麦当劳公司股票的市场价格也一路上涨，从 1986 年的每股约 10 美元，增至 1996 年的每股约 47 美元。

7. 公司的股东权益回报率高于平均水平。我们知道，当一个企业能够获得高于平均水平的权益回报率时，巴菲特就会将其视为一个好的标志。在过去 30 年中，美国公司的平均权益回报率约为 12%。麦当劳公司的历年权益回报率如下：

年份	权益回报率（%）
1986	19.1
1987	18.8
1988	18.9
1989	20.5
1990	19.2
1991	17.8
1992	16.0
1993	17.3
1994	17.8
1995	18.2
1996	18.0

麦当劳公司在过去 10 年的年均股东权益回报率为 18.25%。比平均水平意义更重大的一点在于：公司股票获得了持续稳定的高权益回报率，这表明管理层干得非常出色，他们能够做到将留存收益投入到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有利可图的新项目中。

8. 公司能够根据通货膨胀水平自由调整价格吗？这个问题很简单，因为我们大家都记得过去我们花 15 美分就可以买到一个麦当劳的汉堡，而现在要花 75 美分才行。所以，对于这个问题，我们的回答是肯定的。通货膨胀不会影响人们对于麦当劳产品的需求，也不会影响麦当劳公司将所有的生产成本上涨转移到消费者身上。

9. 麦当劳公司的经营不需要大量资本消耗来不断更新公司的厂房和设备。事实上，公司也没有从事任何研究或者开发工作，特许经销代理人负责开办连锁餐厅所需的大部分成本，公司也无须花费大量的钱去更新厂房和设备。

数据信息小结

由于巴菲特对上述关键问题均持肯定态度，因此他推断麦当劳公司能够进入他的“信赖领域”，因为公司的收益具有较强的可预测性。

价格分析

初始收益率及相对于政府债券的价值

1996 年，麦当劳公司的每股收益为 2.21 美元，用 2.21 美元除以 1996 年长期政府债券利率，大约为 7%，得出相对价值为每股 31.57 美元（2.21 美元 ÷ 0.07 = 31.57 美元）。

1996 年，麦当劳公司股票的价格最低为每股 41 美元，最高为每股 54 美元。1996 年公司的每股收益为 2.21 美元，如果你的买入价格介于每股 41 ~ 54 美元之间，那么你的初始收益率将为 4% ~ 5.3%。巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特购买麦当劳公司股票的平均成本是每股 41.95 美元，相当于他的初始收益率为 5.2%。

我们回顾一下麦当劳公司过去 10 年的每股收益增长率可以得知，公司的年复利收益率为 13.5%。如果你是巴菲特，你可以问自己一个问题：我想要什么——政府债券可以有 7% 的稳定收益，而购买麦当劳公司的权益/债券可获得 5.2% 的初始收益率，并以每年 13.5% 的速度增长，选择哪一个呢?

把麦当劳公司的股票看做一种权益/债券

从股票收益的立场来看，我们可以说，1996 年麦当劳公司的每股权益价值为 12.35 美元。如果麦当劳公司在接下来 10 年仍然能够保持 18.25% 的平均权益回报率，并且保留大约 84% 的收益，将收益的 16% 作为股息进行支付，那么麦当劳公司每股权益价值的年复利收益率将达到约 15.33% （84% ×18.25% =15.33%）。如果麦当劳公司的每股权益价值年增长率为 15.33%，那么 10 年后，即 2006 年，公司的每股权益价值将增至 51.41 美元。

假设在 10 年后的 2006 年，麦当劳公司的每股权益价值为 51.41 美元，且公司仍然保持 18.25% 的权益回报率，那么麦当劳公司就应该报告称自己的每股收益为 9.38 美元（51.41 美元 ×18.25% =9.38 美元）。如果麦当劳公司按照过去的 10 年中的平均市盈率 16.7 倍进行交易，那么我们可以预测，麦当劳公司股票的市场价格在 2006 年应该为大约每股 156.64 美元（9.38 美元 ×16.7 =156.64 美元）。加上每股 7.50 美元的股息支付，那么售出股票的总收益跃升至每股 164.14 美元。这相当于 14.6% 的税前年复利收益率。

这意味着，如果你像巴菲特那样，在 1996 年以每股 41.95 美元的价格购买了麦当劳公司的股票，并在 2006 年出售，那么你的预期税前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年复利收益率将是 14.6%。

使用历史每股收益增长来预计年复利收益率

如果 1996 年麦当劳公司的每股收益为 2.21 美元，且每股收益保持每年 13.5% 的增长率，同时公司继续支付每股收益的 16% 作为股息，那么巴菲特可以算出每股收益和股息支付在接下来 10 年的发展趋势图表。

年份	每股收益（美元）	每股股息（美元）
1997	2.50	0.40
1998	2.83	0.45
1999	3.22	0.51
2000	3.65	0.58
2001	4.14	0.66
2002	4.70	0.75
2003	5.34	0.85
2004	6.06	0.97
2005	6.88	1.10
2006	7.81	1.25
		7.52

也就是说，我们可以预计出 2006 年麦当劳公司的每股收益为 7.81 美元。如果麦当劳公司按照过去 10 年的平均市盈率 16.7 倍进行交易，那么我们可以算出，2006 年麦当劳公司股票的市场价格为每股 130.42 美元（7.81 美元 × 16.7 = 130.42 美元）。

如果你和巴菲特一样，在 1996 年，以每股 41.95 美元的价格购买了麦当劳公司的股票，那么在 10 年后，你的股票每股大约值 130.42 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，你的税前年复利收益率约为12.01%。你可以使用计算器算出这些数据。输入41.95美元作为现值（PV），10为年份数（N），130.42美元作为未来价值（FV），点击计算（CPT）键，接下来点击利率（%i）键，很快，你就可以看到结果：税前年复利收益率为——12.01%。

如果用2006年的预期股票价格每股130.42美元加上麦当劳公司支付的总额为每股7.52美元的股息，那么出售股票的总收益将升至每股137.94美元，税前年复利收益率为12.6%。

概要

巴菲特在1996年购买了30 156 600股麦当劳公司的普通股票，价格为每股41.95美元，总购买价为12.65亿美元。巴菲特在购买麦当劳公司股票的时候，他可以说他买到了一份初始收益率为5.2%的麦当劳权益/债券，其年增长率约为13.5%。并且，如果他持有这只股票10年的话，那么他的预期税前年复利收益率将介于12.6%～14.6%之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 45 章

巴菲特如何开始他的投资旅程：投资媒体

现在你已经具备了一些巴菲特法则的理论知识，那么你就应该有能力为自己的长期投资带来——比如说 15% ~25% 的平均年复利收益率。这意味着如果你用 100 万美元起家的话，30 年后，你的资产最多将增至 8.07 亿美元。什么？还没有到 10 亿美元吗？（我想你说过，巴菲特法则是成为亿万富翁的指南。）

是的，没错。只是在这个游戏里你还必须学会一个小技巧——为了成为一个亿万富翁，你还必须学会让别人把钱给你，你再用他们的钱去投资。

有很多种方法可以供你选择，不过因为巴菲特的方法是指引我们走向亿万富翁之路的基本方法，所以我们就沿着他的足迹，看看巴菲特是如何得到他人的资本进行投资的。

首先，你必须确定你要使用的投资媒介。巴菲特有很多种选择，但是最简单且最有利可图的就是有限合伙公司。这也是他在 1956 年第一次依靠自己筹集资金时所选择的方法。

我说它简单，是因为只要你吸纳的投资者不超过 100 人，那么你就不必按照美国证券交易委员会的规定进行共同基金登记。如果你从事的是共同基金，那么制约你的法律法规就比私营企业所要遵守的多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得多。

有限合伙公司的另一个好处就是你可以任意收取费用，而如果是共同基金，那么你的收费就必须遵守美国联邦法律的规定。

1956 年，巴菲特结束了在纽约师从本杰明·格雷厄姆的生涯之后，回到了奥马哈，那时，他选择的资金筹集媒介就是有限合伙公司。他和 7 个有限责任合伙人，成立了巴菲特联合有限公司（Buffett Associates, Ltd.），巴菲特担任无限责任合伙人，有限责任合伙人的实缴资本共计 10.5 万美元。

下面就是巴菲特联合有限公司的有限合伙证书的内容。

有限合伙证书

特此证明以下签名人于今日签订有限合伙协议，内容如下：

I

合伙公司名称为

巴菲特联合有限公司

II

企业的经营性质包括用合伙公司账户进行股票、债券及其他证券、商品和投资的买卖。

III

公司的主要营业地为内布拉斯加州道格拉斯郡，奥马哈。

IV

无限责任合伙人：

沃伦·巴菲特

　　内布拉斯加州奥马哈

有限责任合伙人：

小查尔斯·E·彼得森

　　内布拉斯加州奥马哈

伊丽莎白·B·彼得森

　　内布拉斯加州奥马哈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多利斯・B・伍德

内布拉斯加州奥马哈

杜鲁门・S・伍德

内布拉斯加州奥马哈

小丹尼尔・J・摩能

内布拉斯加州奥马哈

威廉姆・H・汤普森

内布拉斯加州奥马哈

爱丽斯・R・巴菲特

内布拉斯加州奥马哈

下文皆称有限责任合伙人。

V

按照合伙公司协议及内布拉斯加州法律规定，除提前终止外，合伙公司的期限为 1956 年 5 月 1 日至 1976 年 4 月 30 日。

VI

有限责任合伙人实缴资本数额如下：

有限责任合伙人	实缴资本（美元）
小查尔斯・E・彼得森	5 000.00
伊丽莎白・B・彼得森	25 000.00
多利斯・B・伍德	5 000.00
杜鲁门・S・伍德	5 000.00
小丹尼尔・J・摩能	5 000.00
威廉姆・H・汤普森	25 000.00
爱丽斯・R・巴菲特	35 000.00

VII

有限责任合伙人不承诺任何附加缴款。

VIII

除合伙公司终止日期及合伙人退出合伙公司外，协议不承诺有限责任合伙人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实缴资本的返还时间。

IX

有限责任合伙人享有的收益及其他收入补偿应按照其实缴资本进行分配：根据资本账户余额，于下一年之前的 12 月 31 日支付每位有限责任合伙人每年 4% 的利息，上述费用均应按照合伙公司适用的联邦所得税申报表，作为公司年度经营或者利息支付的开支。1956 年 12 月 31 日，不采取单个计息，支付每位有限责任合伙人原始实缴资本的 2%，上述费用为合伙公司在上述时期的开支。此外，每位有限责任合伙人均可分享合伙公司的全部净收益，即从公司成立日至任意已知时间内的合伙公司净收益按各人比例进行分配：

小查尔斯·E·彼得森	1/42
伊丽莎白·B·彼得森	5/42
多利斯·B·伍德	1/42
杜鲁门·S·伍德	1/42
小丹尼尔·J·摩能	1/42
威廉姆·H·汤普森	5/42
爱丽斯·R·巴菲特	7/42

X

有限责任合伙人无权指定受让人替代其捐款人的地位。

XI

合伙人无权承认追加有限责任合伙人。

XII

有限责任合伙人中无优先顺序。

XIII

如无限责任合伙人死亡、退休或者精神错乱，其余合伙人无权继续经营该合伙公司。

XIV

除实缴资本的现金回报外，有限责任合伙人无权要求或者接受公司其他财产。

见证人：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（签名）

沃伦・巴菲特

小查尔斯・E・彼得森

伊丽莎白・B・彼得森

多利斯・B・伍德

杜鲁门・S・伍德

小丹尼尔・J・摩能

威廉姆・H・汤普森

爱丽斯・R・巴菲特

很简单，不是吗？

巴菲特并没有停止他的步伐。1956～1962 年期间，巴菲特又另外成立了九家有限合伙公司，管理了很多人的资产：安投资有限公司（Ann Investment，Ltd.），巴菲特基金有限公司（Buffett Fund Ltd.），巴菲特－霍兰德有限公司（Buffett-Holand，Ltd.），巴菲特－TD 有限公司（Buffett-TD，Ltd.），Dacee 有限公司，Endee 有限公司，Gaenoff 有限公司，Mo-Buff 有限公司和安德伍德合伙有限公司（Underwood Partnership，Ltd.）。

为保持公司健康发展，巴菲特在 1962 年将所有这些有限合伙公司合并成巴菲特合伙公司。那时，他已经聚集了 98 个有限责任合伙人，总资产达 1 055 万美元。

巴菲特合伙公司的内部关系非常简单，巴菲特每年获得收益的 25%，其他投资者每年进账收益的 6%。巴菲特认为，如果他的投资者不能得到高于当地银行利息的收益，那么公司就不应该向他们收取任何费用。另外，他还会选择使用前一年的收益来抵消当年的损失，其实他根本不需要做这个打算，因为他从来没有过亏损的年头。

一份有限合伙投资契约可以由任何熟悉证券法及合伙法的律师起草，如果没有律师的帮助，你就不可能成立有限合伙公司。虽然美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易委员会和国家证券登记要求非常明了，且收费低廉，但是如果发生违约行为，惩罚是很严酷的。雇一个律师来助你一臂之力吧！另外，有个律师在身边，也能够给你提供一种更加专业的氛围。

寻找投资者

家人是对你最好的人，因此家庭往往是第一个能够寻找到潜在投资者的地方。巴菲特就是从家人和朋友开始的，每个人的出发点都应该如此。在你挖掘过家庭潜力之后，你应该开始接近身边的有钱人，不管你是否认识他们。巴菲特过去常常在他的家里举行一些小型的投资集会，他的妻子苏茜会端上一锅鸡汤，邀请人们参加集会，倾听这个充满智慧的年轻投资天才宣讲他对本杰明·格雷厄姆的拥戴。

巴菲特投资几年后，开始提高对合伙公司投资人的要求。记住，你最多只能有 100 个投资人，所以，你应该找镇上最富有的人做你的有限责任合伙人，你特别需要收入高的人——比如医生！

巴菲特有一件事非常著名，就是他经常和他的医生朋友/投资人在名为玫瑰社团的地方举办小型集会。一盘炸鸡、一点牛肉、一席格雷厄姆至理名言，使得支票簿纷至沓来。一些早期的投资人现在身价已经超过 1 亿美元了。事实上，劳伦斯·蒂施（Laurence Tisch）在格雷厄姆的合作伙伴——格雷厄姆 - 纽曼（Graham-Newman）公司的霍华德·纽曼（Howard Newman）那里听说了巴菲特，之后，便成为了巴菲特的有限责任合伙人，并投入了大笔资金。

不久，投资环境发生了变化，人们对市场的估价过高了。巴菲特一向以价格作为出发点，他告诉自己的搭档们，市场的估价太高了。他没有试图去尝试那些让他觉得不舒服的策略，而是选择关闭了合伙公司。几年后，市场为修正自身的狂热，开始出现行情急转直下的情况。而那时，巴菲特却有着满满一口袋现金。突然，他最中意的公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始出售公司的部分内在价值，巴菲特开始买入。

现在，回到过去高收入者的所得税为 50% 或者更高的时代，那个时候投资公司是大有益处的，因为税率会低一些。但是有一点，你不能拥有超过 49% 的公司股份，不然，美国国税局就会将其视为私人持股公司，征收你的个人所得税，没错，税率是 50% 或者更高。（私人持股公司的问题现在依然存在，因此，一定要小心！）

这样，巴菲特按照格雷厄姆式的议价方法——这种方法是格雷厄姆的惯用方法——出手收购了一家名为伯克希尔 - 哈撒韦的纺织品公司股份。纺织行业属于商品类行业，曾经兴盛一时，而伯克希尔 - 哈撒韦公司根本没有什么竞争力。看清了这些情况后，巴菲特做了一件非常明智的事情，他开始用伯克希尔 - 哈撒韦公司的周转资本购买保险公司股份。从本质上讲，本应用于购买新织布机的钱用在购买国民赔偿保险公司（National Indemnity Insurance Company）股份上了。

巴菲特为什么选择保险公司呢？倒不是说这是一笔大买卖，而是企业的经济特点吸引了巴菲特。你知道，当你把支票寄到保险公司购买车险、住房保险、人身保险等的时候，保险公司将这些钱放入一个基金池中，如果你撞了车，你的房子烧毁了，或者你去世了，你或你的配偶就会提出索赔，保险公司就会从它的基金池中拿出钱来支付给你。但是从你投保开始到你要求索赔可能会有几年的时间，直到索赔发生之前，保险公司都可以一直使用你的钱，正是这个基金池，也就是保险行业中的保费吸引了巴菲特。

保险公司通过将基金池进行投资来赚钱。那么巴菲特擅长什么呢？投资。1996 年，伯克希尔 - 哈撒韦公司的保险业务取得了 67 亿美元保费，这就意味着 1996 年巴菲特可以自由使用这笔来自其他人的资金——这 67 亿美元有一天要用来支付客户的索赔，但是现在，巴菲特可以自由地使用这笔钱进行投资。

学习如何在投资游戏中赚到 10 亿美元的关键，在于学习如何获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均23%或者更高的年复利收益率，创建一个有限投资合伙公司，并鼓励你的投资人，在你得到了足够的钱以后，购买一家保险公司49%的股份。（注：我差点忘了，你必须让你的朋友再购买保险公司2%的股份，这样，你们就能够有效地控制公司51%的有表决权的股票，这意味着你可以控制董事会，再通过董事会控制整个公司。）

听起来很简单？那是对巴菲特而言。如果你能够做到让公司的前景引领你的投资，那么这条道路对于你而言可能也同样适用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第46章

可供参考的五十四家公司

目前公开交易的上市公司数以千计，如果要对所有这些公司都逐一考察，而后从中选出具备投资价值的优秀企业，的确是一项艰巨的工作。为节省你的大量时间，我们下面将为你提供巴菲特过去曾经投资过的五十四家优秀公司的列表。在该列表中，许多公司都是以“巴菲特公司”的名义被首次列出。

需要记住的是，市场在有些时候会对这样的公司分外热情地追捧，令其股价不断高涨；而有些时候，市场也会对其投资前景不甚乐观，令其股价“跌跌不休”。而我们感兴趣的正是这些股票的市场价格低迷的时候。

对于所列举的每家公司，我们按照其性质的不同分别标注了“消费垄断”或者“收费桥”。需要注意的是，这里的“消费垄断”就是我们前面所指的具有像可口可乐一样的品牌产品的优秀企业；而“收费桥”指的则是那些为其他企业提供其生产运营不可或缺的服务的优秀企业，比如一家广告公司。当然，这两种企业也不是严格区分的，常常会出现两种性质兼而有之的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿德沃公司（收费桥）

阿德沃公司（Advo Inc.）是全美最大的直邮行销公司。美国人常常会收到许多向他们推销产品的宣传邮件。这些邮件中十有八九就是由阿德沃公司寄出的。如果你想要利用邮件服务来大量推广某种产品的话，阿德沃公司必然是首选。这是当然，因为它甚至还可以在政治上发挥作用，帮助候选人参与竞选呢！

你可以像理解广告公司一样来认识这家公司。如果某家企业想要在全美范围内宣传自己的产品，甚至走向国际，那么它就必须从一系列国际广告公司中选择一家。同样，如果你想要从事大规模的直邮贸易，就只有借助于阿德沃公司了。它就像是一座跨越商业之河的收费桥，如果你想要通过邮寄打开产品销路，要么只能建立一座自己的桥，要么就得借助阿德沃公司，付给他们过桥费。

美国商标公司（消费垄断）

美国商标公司（American Brands）旗下拥有大名鼎鼎的加莱赫烟草有限公司（Gallaher Tobacco Limited），该公司是英国烟草业的领头羊，其主要产品是金边臣（Benson & Hedges）牌香烟。1994 年，美国商标公司卖掉了自己在美国市场的烟草业务，从而与“吸烟有害健康”引起的不良企业形象和因吸烟致癌带来的法律诉讼彻底告别。然而，烟草业毕竟具有极高的利润率，这意味着它是可以赚大钱的买卖。尽管美国商标公司也拥有其他产业，但其旗下的烟草产品却是为其赚取利润最多的产品。烟草业务就是一种典型的消费垄断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国运通公司（收费桥）

美国运通公司（American Express）是一家大型金融综合服务公司。它以提供金融服务为主要业务，但其在提供旅游业相关服务方面颇具实力，堪称全美第一。在巴菲特看来，信用卡业务是一种收费桥。人们使用美国运通公司的信用卡付账，美国运通公司就会向商家收取一笔费用，同时还要收取信用卡持有者的服务费用。只要有交易发生，美国运通公司就会从中获利，实在是可观的买卖啊！

美国运通公司的经营之路也曾经历挫折，20 世纪 90 年代初该公司就遇到过麻烦。从 1991 年 9 月至 1994 年 9 月，该公司流失了大约 220 万名个人信用卡用户，其信用卡的市场占有率从 1990 年市场第一位的 22.5% 降低到 1995 年的 16.3%。造成这种局面的部分原因在于，美国运通公司想要把自己变成能满足所有理财需求的一站式金融服务提供商。这样一来，它在追求金融理财产品多样化的过程中，就失去了信用卡业务这一焦点，而这正是该公司的支柱产品。你应当记住：哪怕是最优秀的企业，其管理层也有可能在追求产品多样化的过程中，犯下忽略企业创业初期的根本优势项目的错误。在美国运通公司的例子中，直到后来哈维·格鲁布（Harvey Golub）临危受命出任公司首席执行官，巴菲特开始购买其公司股票救急时危机才得以解决。要记住，你不仅是在对一家公司投资，而且也是在对其经营者投资。二者缺一不可。

美国家庭用品公司（消费垄断）

美国家庭用品公司（American Home Products）是一家制药企业。该企业是处方药制造商中的领头羊，同时也拥有一些响当当的品牌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如爱得卫（Advil）、阿纳辛（Anacin）、罗丁（Lodine）、惠菲宁（Robitussin）等。过去10年中，该公司股票的权益回报率均保持在30%以上，其每股收益也保持了每年7.9%的增长率。只要价格适当，该公司的股票就可以买入并长期持有，绝对是划算的买卖。为什么？因为人总是不可能不生病的，这一点一直以来都是如此，在可以预见的将来也不会改变。

美国安全剃须刀公司（消费垄断）

美国安全剃须刀公司（American Safety Razor）是吉列剃须刀的有力竞争对手。该公司生产众多知名品牌产品，同时也是私人品牌和价值品牌剃须刀片巨鳄，其经营历史长达100多年。它曾隶属于著名的菲利普·莫里斯公司，到20世纪70年代转为私有，直到1993年它又重新公开上市，并开始收购其他公司。

安海斯－布希公司（消费垄断）

虽然不如可口可乐一样流行，但全世界喝啤酒的人也不在少数。安海斯－布希公司（Anheuser-Busch）就是当今世界最大的啤酒酿造集团，同时也是全美第二大的烘焙食品制造商，这家公司的人真可谓对酵母推崇备至了。这家公司就具有巴菲特所说的消费垄断的典型特征：当你点啤酒的时候，往往会叫出安海斯－布希公司的品牌名称。

BHC 通讯公司（消费垄断兼收费桥）

BHC 通讯公司（BHC Communications）旗下拥有八家电视台，就收视户数而言，它也是全美最大的广播电视公司。该公司的网络信号

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以覆盖全美 20% 的人口。在 1995 年年初，公司成立了联合至尊电视网（United Paramount Network）。只要价格适宜，该公司的股票就值得购买。

贝尔斯登公司（收费桥）

贝尔斯登公司（Bear Stearns）是一家投资银行兼券商。该公司的主要业务是为各公司筹措资金，作为证券销售中间商来收取交易费用。在 1986 ~ 1996 年间，该公司有 5 年的权益回报率都达到了 20% 甚至更高，另外 5 年中的权益回报率也在 11.3% ~ 18% 之间。这家公司吸引人之处还在于，它偶尔会以低于票面价值的价格出售自己的股票。而由于其资产具有高度的流动性（可以很容易地兑换为现金），你实际上就是以低于资产净值的价格购买了具有高回报率的公司股票。

百时美施贵宝公司（消费垄断）

百时美施贵宝公司（Bristol-Myers Squibb Company）主要生产药品、健康及美容产品，年销售额达 110 亿美元，其主要的品牌包括 Ban、百服宁（Bufferin）、伊卡璐（Clairol）等。该公司的股票在 1986 ~ 1996 年间，每股的权益回报率均超过了 20%，而 1991 ~ 1996 年间更是达到了 30% 以上。在 1986 ~ 1996 年间，该公司股票的平均年复利收益率达到了 10%。

金宝汤公司（消费垄断）

金宝汤公司（Campbell Soup）是美国一家家喻户晓的罐头汤制造商，很多美国人从小就是喝着该公司的产品长大的。但除了拳头产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罐头汤以外，该公司还拥有诸多品牌食品，包括弗兰高美国牌（Franco-American）意大利面和肉汁、V8 蔬菜汁、史云生（Swanson）肉汤、佩珀里奇农场牌（Pepperidge Farm）甜饼、瓦拉希奇（Vlasic）、保罗夫人（Mrs. Paul's）、拍宝牌（Prego，意大利语“谢谢你”之义）意面酱等。金宝汤公司的产品应有尽有，每个美国家庭的食品篮里都可以找出一大堆金宝汤公司的产品。

环城百货公司（收费桥）

像环城百货公司（Circuit City Stores）和沃尔玛（Wal-Mart）这样的超级连锁店，具有巨大的产品购买量，占据了特殊的商业地位，甚至可以令制造商降低商品价格。进行管理所借助的电脑也正是环城百货公司销售的产品之一，它使得集中的仓储式管理和销售成为现实。有的情况下，这些商店甚至可以直接将仓库搬到制造商那里，从生产厂家直接发货。

像电脑一类的消费电子产品如今已成为日用品中的重要条目，所有的制造商都在降低价格来提高自己产品的市场竞争力。如此一来，环城百货公司就占有非常有利的商业地位。由于它具有巨大的购买量，因而可以尽可能地压低购买价。在 1986 ~ 1996 年间，该公司的权益回报率非常不错，保持在 15.4% ~ 25.4% 之间浮动。而每股收益也一直以 23% 的年增长率不断攀升，这种增速是相当可观的了。

可口可乐公司（消费垄断）

可口可乐公司我们在前面已经多次提到，你现在应该非常了解了吧。只要是处在合适的价位，可口可乐公司的股票都是非常值得购买的。当股市惨跌，华尔街一片恐慌时，千万不要错过买入的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除可口可乐公司本身外，巴菲特对可口可乐的许多瓶装公司也非常感兴趣。当可口可乐公司早年处于扩展期时，它曾经将自己产品的使用权卖给了其他几家公司。现在这些公司也都搭上了顺风车，均拥有盈利水平相当高的生意。不妨了解一下可口可乐瓶装联合公司（Coca-Cola Bottling Company Consolidated）、可口可乐企业（Coca-Cola Enterprises）、泛美饮料公司（Panamerican Beverages）、可口可乐芬莎公司（Coca-Cola FEMSA）。

可口可乐瓶装联合公司（消费垄断）

可口可乐瓶装联合公司（Coca-Cola Bottling Company Consolidated）负责美国 11 个州的可口可乐装瓶业务。

可口可乐企业（消费垄断）

可口可乐企业（Coca-Cola Enterprises）是全球最大的可口可乐装瓶厂，它负责灌装和运送美国境内所消费的 55% 的可口可乐产品。

可口可乐芬莎公司（消费垄断）

可口可乐芬莎公司（Coca-Cola FEMSA）是可口可乐公司和芬莎公司（FEMSA）的合资公司，该公司负责在墨西哥城和布宜诺斯艾利斯生产和销售可口可乐产品。

考克斯通讯公司（收费桥）

考克斯通讯公司（Cox Communications）是有线电视服务的主要提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供商。

添惠公司（收费桥）

添惠公司（Dean Witter Discover）是一家从事零售经纪和信用卡业务的投资银行，是一家业界所谓的多元化金融服务公司。该公司旗下管理着670亿美元之巨的资金，其规模甚至可与大多数的货币中心银行相匹敌。在1991～1996年间，添惠公司的权益回报率一直保持在15.25%～17.45%之间，而1992～1996年间其股票的每股收益也以大约23%的年增长率不断提高。值得关注的是，该公司后来与摩根士丹利集团（Morgan Stanley Group）合并，组建了摩根士丹利添惠公司（Morgan Stanley，Dean Witter，Discover & Co.）。

迪士尼公司（消费垄断）

迪士尼公司最早是依靠米老鼠起家的，现在旗下却已拥有了资本城公司、美国广播公司（ABC）这样的大牌公司。巴菲特历来对迪士尼公司钟爱有加，早在20世纪60年代就开始持有该公司股票。现在，在迪士尼公司合并之后，他所持的该公司股票份额更多。毫无疑问，他也将继续持有下去，因为他是不愿意轻易卖出一家好公司的股票的。在1986～1996年间，该公司的权益回报率有6年都超过了20%，而另外的4年也都保持在13.7%～18.9%之间。在1986～1996年间，该公司股票的每股收益也保持了18.9%的年增长率。

美国联邦住房贷款抵押公司（类型奇特的收费桥）

美国联邦住房贷款抵押公司（Federal Home Loan Mortgage Corpora-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

tion）这家奇妙的公司被华尔街称为房地美（Freddie Mac）公司。前面我们已经就该公司的案例进行了研究。只需要记住，如果一家银行想要出售你的抵押房屋，这家公司就是它必然会去找的。当然，巴菲特已经持有了相当多的美国联邦住房贷款抵押公司的股票了，但只要其股价调整到足够低的水平，他一定会毫不犹豫地继续买进更多。

盖布利衡平信托公司

是的，巴菲特也持有一小部分盖布利衡平信托公司（Gabelli Equity Trust）的股票。该公司是由有史以来最伟大的投资者之一马里奥·盖布利（Mario Gabelli）所经营的。哪怕你只持有该公司的一丁点儿股票，该公司也会寄给你一份年度报告，其中详细罗列了其投资项目。在进行投资时，这类报告能够给你提供极具参考价值的信息。

甘尼特公司（消费垄断型的收费桥）

甘尼特公司（Gannett Corporation）是 100 多家报纸和大名鼎鼎的《今日美国》的发行者。我们在前面也对这家公司的案例进行了研究。巴菲特就持有该公司的许多股票。

通用电气公司（消费垄断）

世界上最初的电子产品都一度被通用电气公司（General Electric）所掌控。现在，对大多数人来说，电力已经是生活中不可或缺的部分，但在 100 年前，情况却并非如此。正是通用电气公司用电力知识和电气设备使我们的世界不断丰富繁荣起来，在此期间，它也积累起巨大的财富。今天，通用电气公司已经是全球最大并且最为多元化的工业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨头之一。处于如此地位的通用电气公司，具有足够的金融实力参与到任何商业游戏中。

在 1986 ~ 1996 年间，通用电气公司的权益回报率相当不俗，保持在 16.5% ~ 23% 之间浮动。而其每股收益也一直保持了 11.6% 的年增长率，同样堪称优异。

吉列公司（消费垄断）

可以粗略估计，每天大约有一半的美国人要刮胡子，而另一半人也需要经常打理或是刮刮腿毛。他们在完成这项工作的时候使用的是什么产品呢？答案是吉列（Gillette）。吉列公司的确是深谙赚钱之道。在 1986 ~ 1996 年间，吉列公司的权益回报率一直稳定在 25% 以上，有些年份甚至超过了 40%。而这期间的每股收益也保持了 19% 的年增长率。

巴菲特自然对该公司十分青睐。

好时食品公司（消费垄断）

好时食品公司（Hershey Foods）是美国最大的巧克力制造商。该公司大部分有表决权的股票都由信托公司持有，公司的收益主要用于米尔顿·赫尔希孤儿学校。该公司的创办人米尔顿·赫尔希（Milton Hershey），在临终时决定将自己的大部分财产都用于帮助儿童——因为正是儿童令他致富。作为普通投资者，这对你而言又意味着什么呢？这意味着好时食品公司有一位很大的股东——为孤儿院服务的信托公司，它拥有重要的支配权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际香料香精公司（收费桥兼消费垄断）

国际香料香精公司（International Flavors & Fragrances）研制生产的各种香料和香精，被广泛用于香水、肥皂、化妆品、清洁剂、预制食品、饮料、乳制品、医药品、糖果和烟草中，是不可或缺的重要辅料。该公司 1996 年的销售额达 15 亿美元。尽管我们可能尚未察觉，但这家公司的产品已经深深嵌入我们的生活。

该公司的盈利状况极好，1986 ~ 1996 年期间公司的权益回报率一直保持在 16% 左右，在此期间的后面几年更是增长至超过 20%，而 1986 ~ 1996 年该公司每股收益也保持了约 14% 的年增长率。

IPG 集团（收费桥）

IPG 集团是一家国际性的广告公司。从巴菲特的观点来看，广告公司的盈利是以其他公司的成长为基础的。当制造商们想要将自己的产品推向市场时，就需要做广告，也就必须去找广告公司。广告公司所做的就是制作出广告并在各种媒体上展示，而后根据所提供的服务收取客户相应的费用。广告公司几乎不受通货膨胀的影响，可以旱涝保收。因为如果有通货膨胀发生，则制造商就需要为同样的服务支付更多的钱。客户花费的钱越多，广告商赚的钱也就越多。

由于广告公司属于服务性的企业，它们只需要花费少量的资金在固定设备上，这就意味着它们可以尽量多地保留利润，无须为更新损坏的设备和维护老化的厂房而花费不必要的钱。

此外，据统计，美国每年只有大约 4% 的客户会更换广告商。这与人们通常所认为的恰恰相反，大客户往往不会轻易更换广告商。因而，多年以前在广告市场上雄霸一方的广告公司，现在有许多仍然占据着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难以撼动的地位。在全美十大广告公司中，有七家的管理层已经更换了五六代了。

IPG 集团的盈利数据相当喜人。该公司 1986～1996 年间的权益回报率都保持在 15% 以上，在后面的 3 年，其权益回报率甚至超过了 20%。而 1986～1996 年的每股收益也以 13.8% 的年增长率不断提高。

奈特里德公司（消费垄断）

奈特里德公司（Knight-Ridder）是一家新闻出版公司，该公司拥有全美 15 个州的 32 家日报。巴菲特就对这样的报业公司非常钟情。

卢卡帝亚公司（收费桥）

卢卡帝亚公司（Leucadia National）是一家财产和伤亡保险公司。该公司的权益回报率高于市场平均水平，但在 1985～1992 年期间，其股票却能以低于票面价值的价格在市场上买到。

洛斯公司（消费垄断）

洛斯公司（Loews Corporation）由劳伦斯·蒂施（Laurence Tisch）控股。此人自 20 世纪 60 年代开始就是巴菲特的挚友了。劳伦斯·蒂施深谙赚钱之道，他所管理的洛斯公司曾经拥有哥伦比亚广播公司（CBS）23% 的股权，后来以 8.9 亿美元转手卖给了西屋电气公司（Westinghouse）。目前，该公司旗下还拥有 CNA 金融公司（CNA Financial Corp.）和全美第四大烟草制造商——洛利拉德公司（Lorillard Inc.）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MBIA 公司（收费桥）

MBIA 公司（MBIA Inc.）是一家债券保险商，主要承保市政债券，提供适时的债券本金和利息保险赔付服务。在美国，发行市政债券主要是为修建医院、机场等市政公共设施而筹集资金。如果市政当局为这些债券在 MBIA 公司投了保，那么该公司只用支付较低的利息即可，因为投资者相信，经过保险的市政债券比其他没有投保的更为安全。

MBIA 公司于 1987 年正式上市。该公司 1991～1996 年的权益回报率均保持在 13%～15%之间。而这期间的每股收益则按照 11.7%的年增长率不断提高。

麦当劳公司（消费垄断）

麦当劳公司自开业以来，所售出的汉堡早已不计其数，可以说全世界大多数人都曾在麦当劳的连锁店消费过。单单就我个人而言，恐怕就已经吃过上千个麦当劳的汉堡了！巴菲特对这家公司也十分欣赏。能够将简单的汉堡变成世界知名的大品牌，的确不简单。

1986～1996 年间，麦当劳公司所获得的权益回报率均保持在 16%～20%之间，这样的数字正如麦当劳的汉堡一样诱人！而每股收益也以 13.4%的年增长率不断提高。

美国媒介综合集团（收费桥兼消费垄断）

美国媒介综合集团（Media General Inc.）是一家主要的报纸出版公司，该公司同时还拥有自己的电视台和有线电视系统。价值投资天才马里奥·盖布利所带领的团队，就拥有该公司相当数量的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水星通用公司（收费桥）

水星通用公司（Mercury General Corp.）是美国加利福尼亚州最大的机动车保险经纪公司。或许你还不大清楚，加利福尼亚州所拥有的机动车数量相当大。水星通用公司因此获益匪浅。

美林公司（收费桥）

美林公司（Merrill Lynch & Company，Inc.）是一家多元化的金融服务公司，其零售经纪业务规模相当了得。不妨对这家公司保持关注，当股价合适，且低于其账面价值时，可以适当买入。

摩根士丹利集团（收费桥）

摩根士丹利集团（Morgan Stanley Group）也是一家多元化的金融服务公司，其股票的权益回报率在行业平均水平之上，但该公司的股票偶尔也能以低于其账面价值的价格买到。（正如我们前面提到的，摩根士丹利集团已经与添惠公司合并为摩根士丹利添惠公司了。这无疑又为你关注该公司增加了一个理由。）

雀巢公司（消费垄断）

雀巢公司是一家瑞士控股公司，其子公司生产和销售的产品种类繁多，包括饮料、麦片、奶粉、烹调用品、冷冻食品、巧克力、预制熟食、宠物食品、药品以及化妆品等。雀巢公司拥有四百九十四家生产企业，广泛分布于世界上大约 71 个国家！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雀巢公司的股票是以美国预托证券（ADR）的形式进行交易的。

纽约时报集团（收费桥兼消费垄断）

纽约时报集团旗下拥有《纽约时报》（*New York Times*）和《波士顿环球报》（*Boston Globe*），同时还拥有 6 家电视台和 2 家广播电台。

泛美饮料公司（收费桥）

泛美饮料公司（Panamerican Beverages）是一家墨西哥公司，该公司是可口可乐公司在美国境外最大的装瓶企业。它的业务主要分布在墨西哥、巴西和哥伦比亚境内。

百事可乐公司（消费垄断）

在巴菲特开始每天喝三四罐可口可乐樱桃汁之前，他是百事可乐公司的忠实顾客。可口可乐和百事可乐之间历来竞争激烈，但是它们二者的产品售价大同小异，也很少有人会因为他的可口可乐被换成了百事可乐而抱怨。所以，如果某段时间可口可乐公司的股票有些偏贵的话，就可以考虑一下买进百事可乐公司的股票了。

百事可乐公司的盈利能力令人惊异，它在 1986 ~ 1996 年间的权益回报率均超过了 20%，每股收益也保持了 16.9% 的年增长率。如果你找不到比它业绩更好的公司，就赶紧买入它的股票吧！

菲利普·莫里斯公司（消费垄断）

世界上销量第一的香烟品牌——万宝路（Marlboro），就出自菲利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普·莫里斯公司（Philip Morris）。除此之外，该公司还生产多达数百种品牌食品，你每天在超市里都能见到这些食品的踪影。

派瑞工业公司（多个收费桥）

派瑞工业公司（Premier Industrial Corporation）生产并销售各种电子配件、维护器具以及消防器材。该公司 1988～1996 年间的权益回报率一直保持在 20% 甚至更高。

资产信托公司（清算）

资产信托公司（Property Capital Trust）20 世纪 90 年代后期决定对资产进行清算，将资产变卖，而后把钱分发给所有股东。1993 年，巴菲特以每股 4.80 美元的价格购买了该公司的股票。此后 6 年中，据估算，他每股可以分得 11.50 美元的股息，这相当于是获得了 15% 的年收益率。

前进公司（多种消费垄断）

前进公司（Progressive Corp.）是一家保险公司，专门承保高风险业务。该公司经营状况良好，获取了巨大的保险利润，其权益回报率一直保持在 20% 以上，这在整个保险行业是不多见的。尽管每股收益不大稳定，但在 1986～1996 年间也一直保持了 22% 的年增长率。

罗斯顿－普伦那集团（消费垄断）

罗斯顿－普伦那集团（Ralston Purina Group）是世界上最大的宠物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

干粮以及干电池制造商。该公司所生产的产品都是消耗极快的产品，因而生意兴隆。1991 ~ 1996 年间，该公司的权益回报率一直保持在 40% 以上。

西格拉姆公司（消费垄断）

如果你在一家餐厅里用餐时点了一瓶进口葡萄酒，那么这瓶酒很有可能就来自西格拉姆公司（Seagram Co.）。该公司生产和销售 225 种蒸馏酒以及 210 种葡萄酒和香槟，这些产品都有着响当当的品牌。西格拉姆公司同时也是品牌果汁的主要制造商，旗下还拥有纯品康纳饮料有限公司（Tropicana Products）。此外，该公司还拥有 MCA 娱乐公司 80% 的股权。

太阳信托银行（可口可乐公司的大股东）

巴菲特非常喜欢太阳信托银行（Suntrust Banks）的股票。我猜想其中的重要原因就在于，太阳信托银行拥有价值数十亿美元的可口可乐公司股票，这些股票最初是以 1.1 亿美元被买入从而登上该公司的资产负债表的。此外，该公司的权益回报率也处在业界平均水平之上。

汤姆森公司（收费桥）

汤姆森公司（Thomson Corp.）主要从事出版业，其业务包括报纸的出版发行。由于 20 世纪 90 年代后期广告业整体的不景气，所有报纸的业绩都有所滑坡，因而该公司当时的收益数据看起来不甚理想。但即使是《纽约时报》这样的大报也不能幸免，因此这并不能说明汤姆森公司不是一家好公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蒂芬尼公司（消费垄断）

蒂芬尼公司（Tiffany & Co.）是一家具有消费垄断性质的珠宝店，该公司具有获取极高的权益回报率的能力。20 世纪 90 年代后期经济的不景气曾为我们提供了买入该公司股票的大好机遇。此前 30 年就有这样的机会，后来依然如此。

时代镜报集团（消费垄断兼收费桥）

时代镜报集团（Times Mirror）旗下拥有《洛杉矶时报》（*Los Angeles Times*）。20 世纪 90 年代后期广告业的不景气的确对其造成了一定影响，但该公司依然具备获取较高权益回报率的能力。

托马科公司（收费桥）

托马科公司（Torchmark Corp.）是一家保险及金融服务公司。该公司的权益回报率历来在 19% 以上，1986 ~ 1996 年间的每股收益也保持了 10.9% 的年增长率。在这期间的后面几年中，曾经有几次好机会可以让投资者以相当具有吸引力的价格购买到该公司的股票。

UST 公司（消费垄断）

UST 公司（UST Inc.）是一家生产无烟香烟的企业，其利润惊人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃尔玛公司（收费桥）

沃尔玛公司（Wal-Mart Stores）能够以惊人的购买力在激烈的商业竞争中胜出。无论什么产品，沃尔玛公司总能给消费者提供更低廉的价格。因而，人们总是到沃尔玛去购物。顾客越多，就意味着赚的钱越多。沃尔玛 1986～1996 年的权益回报率均保持在 20% 以上。而其每股收益也以 24% 的年增长率不断提高。毕竟，这家公司可是世界上最大的零售商。

华纳－兰伯特公司（消费垄断）

华纳－兰伯特公司（Warner-Lambert Company）主要生产药品、保健用品、口香糖以及薄荷糖等产品。李斯德林（Listerine）漱口水、布罗莫·塞尔泽（Bromo-Seltzer）头痛药、霍尔（Halls）咳嗽药片、罗莱德斯（Rolaids）抗酸剂以及舒适（Schick）和威京逊（Wilkinson Sword）剃须产品等家喻户晓的品牌产品均出自该公司，其他产品还包括 Dentyne 口香糖，Trident 口香糖，Freshen-up 口香糖，Bubblicious 泡泡糖，以及 Mondo、Cinn-a-Burst、嘉绿仙（Clorets）和 Certs 口香糖等。1986～1996 年间，该公司的权益回报率一直保持在 30% 以上，每股收益也一直保持了 11% 的年增长率。

华盛顿邮报集团（消费垄断兼收费桥）

华盛顿邮报集团旗下除拥有《华盛顿邮报》（*Washington Post*）外，还拥有《新闻周刊》（*Newsweek*）杂志、6 家电视台，以及分布于美国 15 个州的 53 个有线电视系统。巴菲特已经持有该公司的股票相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当长一段时间了。

富国银行（收费桥）

巴菲特对富国银行（Wells Fargo）青睐有加。早在该公司的股票售价为每股63美元时，巴菲特就以低价买入了。此后这只股票就再没这么便宜过，后来它每股售价已经超过250美元，恐怕很难再便宜了。不过，要是这只股票价格真的会下跌的话，你一定不要错过机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第47章 等待完美一掷

在华尔街，暴富和破产都可能由很多原因导致。有些股票可能总是牛气冲天，让你一夜暴富；但任何时候，你所选择的股票也有可能跌得惨不忍睹，让你痛苦不堪。正如格雷厄姆常常引用的罗马诗人贺拉斯（Horace）的诗句：“今之潜沉者终将复出，今之显要者终将沉溺。”包括投资经理在内的我们大多数人，在投资过程中，不免会飘忽不定，从一种投资策略转向另一种投资策略，从而弄乱了自己的步子，迷失了投资的方向，在汹涌的金融投资大潮中错把贪婪和恐惧当做自己前进的指南。

对于格雷厄姆，巴菲特有着宗教信徒般的虔诚。格雷厄姆给了巴菲特在飘摇动荡的恐惧风暴中坚定前行的信念。有了这种信念，即使是在惨淡的熊市中，也能磨砺出勇敢前行的华尔街勇士。“机会总是留给有准备的人”和“人贵有自知之明”这样的话听起来或许有些教条而缺乏实际经验，但巴菲特却在格雷厄姆严谨的投资哲学中深切地领悟到这些投资要诀。而在实践中，犹如一位穆斯林走在前往圣城麦加的朝圣之路一样，巴菲特也正是严格遵照这些投资策略来迈出自己前行的脚步。当这些投资策略在市场中无法觅得投资良机的时候，巴菲特并不慌乱或自我否定，而是耐心等待机会的来临。他只是等待吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没错，他就是坐下来耐心地等待而已。这就足够了，事实证明，他总是不需要等待太久，市场就会迎来转机，为他实践自己独特的投资策略提供大好的机会。

巴菲特将自己的投资策略比做在棒球比赛中等待完美的掷球，唯一的制胜方法就是在球手投出完美一掷时才挥动球拍将球击中。巴菲特正是这样等待球手投出完美的一掷，只有这时他才会挥动他独特的投资之拍。

毫无疑问，这样的等待的确是对人的巨大考验，有时为了等到一次完美的掷球，可能需要经历数千次掷球，甚至等上一两年的时间。但这都是值得的，一旦一家具有消费垄断力量，拥有优秀的管理团队并且股票价格极具吸引力的公司出现，巴菲特就绝不会放过这样的完美掷球。他一定会坚决地挥动自己的球拍，将球远远地击出，为自己赢得一个漂亮的全垒打，同时伯克希尔－哈撒韦公司的账面上又会增加 10 亿美元的收益。

你有这样的耐心吗？在我所认识的人中，没几个人有。相反，许多人的口袋仿佛烧了洞一样，总是装不住钱，总是按捺不住想要马上就出手投资。我们假设你刚刚继承了 100 万美元，那么你第一个想到的问题可能就是：应该怎样用这笔钱来投资？但如果我告诉你，你应当先坐下来，耐心等待一只好股票调整到合适的价格，你准会认为我有毛病。如果你打电话咨询一位股票经纪人，他十有八九会给你提供一大堆的建议，因为如果他不拿出这么多建议的话，你肯定会认为他无所作为而另请高明了。

不管是个人投资者还是基金经理，要让他们坐下来耐心等待完美的掷球，都不是容易的事。的确，他们也都知道完美的掷球应该是什么样的，但要让他们等待他们却总是做不到，除非是要去坐飞机了，他们才会耐着性子在机场等待。过不了多久，他们就会不耐烦起来，变得神志恍惚，头脑中原有的完美掷球的形象也逐渐消失。在他们清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

醒过来之前，他们已经将原定的投资策略抛到了九霄云外，而不得不在新的市场大势中随波逐流了。

倘若人们在挑选自己的伴侣时如同挑选他们的股票一样轻率，那么几乎可以断定的是，没有哪桩婚姻能够撑过一个星期。如果说要你列出你心目中的理想伴侣应该具有的所有特点，而后只用一个星期就找出一个你想要的候选对象来，你肯定不会这么做。不仅如此，你肯定还会对向你提出这样建议的人大加指责。但这种现象却在人们投资的时候屡见不鲜，人们总是稳不住就要匆忙出手。你不能否认这一点吧？因为如果我给你 100 万美元，那么你明天一早就会想办法把它投资出去，要么是把它存在当地银行的一个定期账户中，要么就是去拜访你的股票经纪人，他们总是非常乐于为你提供各种建议，并且希望证明他们的智慧能够带给你利润。《华尔街日报》每天都会评论，某只股票在过去的 6 个月时间里又翻了一番，而你也会问自己：为什么当初自己没买这只股票呢？机不可失，时不再来。一定要让这些钱发挥真正的用途。

但是中途改变投资策略，就会像人到中年想要转行一样面临风险。比如说你一直想要成为一名医生，而当你念完了 4 年的医学课程，却偶然在报上看到某律师一年可以挣到 100 万美元。你认识到这是比当医生更赚钱的行当，便又打算成为一名律师了。于是你从医学院退出，报名进入一家法学院学习法律。但过了一两年后，你又发现华尔街上的 MBA 比律师赚得还多，于是你转念一想，又准备拿一个 MBA 的学位，便又从法学院调到了商学院。这种戏剧化的情况可能一直延续下去，但其结果却是你最终发现自己一无所获。然而，如果你当初一直留在医学院，现在你已经是一名收入不菲的医生了。同样，你如果坚持读完商学院的话，也一样会有相当不错的工作和收入。正如你所看到的，福特汽车公司不会去做电脑，IBM 公司也不会去造汽车，每个公司都有自己的经营之道，每个公司都有自己的专门产品，每个公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都需要在自己的领域中花费多年的时间来学习。

伯克希尔－哈撒韦公司旗下拥有两家风格迥异的企业，两者只相隔数英里，而且是由关系密切的两个家族所经营。其中一个家族经营着全美最大的珠宝商店——宝霞（Borsheim's）公司，另一家则经营着全美最大的家具店——内布拉斯加家具卖场（Nebraska Furniture Mart）。由于这两家企业的专业化程度都极高，因而其中任何一家都无法成功地接手管理另一家的生意。要想同时经营好这两家企业的代价极高，而且极有可能得不偿失，使两家企业的生意都受到极大的影响。

这一道理同样适用于投资策略。学会了解自己，洞察真正的投资机会，这往往需要很长一段时间的历练。无论你是股市中的时机捕捉者、套利投资者、短线客、新兴增长型投资者、保守的格雷厄姆派还是新式的巴菲特主义者，每种投资策略都有其自身的规则。如果频繁地从一种转向另一种，则无异于总是在重复最低的级别。

巴菲特对于耐心等待完美一掷的投资理论深信不疑，因此在 1971 年，当市场已经在相当的高位时，巴菲特毅然将自己的投资基金抽离出场，并告诉他的投资者们，他以往所运用的投资策略已经不适应当时的市场环境。与其转向另一种令他不舒服的全新投资策略，巴菲特宁愿关门歇业，把资金退还给投资者们。

此后市场又延续了两年高位运行的状况，不少人在这种狂热的走势中赚得盆满钵满。但巴菲特却只是作壁上观，静静等待。终于有一天，他的机会来了，市场轰然崩塌，股票纷纷一泻千里，一下触到了谷底，人人惶恐不安，而只有巴菲特准备充分，“迎接”熊市的到来。正如他说过的一样，华尔街一时间像是清仓大甩卖，许多股票价格低得令人难以置信，他所笃信的独特投资策略告诉他，是时候挥棒击球了。于是他采取了行动，或许他打出的最漂亮的一记球就是买进了华盛顿邮报集团的股票。

以上所叙述的这些，其根本一点就是，必须坚持自己的投资策略，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切忌摇摆不定，要在各种疑虑面前坚定自己的信念。不管别人怎样叫喊“火烧起来了”，你都不能轻易“弃船而逃”。同时，当别人都在疯狂跟风炒作某只股票时，你也不能随波逐流，应当用理性的企业前景视角来引导你的判断，而不是被人群的狂热冲昏了头脑。

所以，请耐心等待那真正会令人尖叫的完美一掷吧，它终将会到来的！同时请记住，这最有利可图的完美一掷总是在市场的悲观情绪中出现，而不会在乐观情绪中产生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结　　语

好了，您已经读完这本书了，希望我们成功地尽到了自己的职责，教您对历史和投资工具有了一个新的认识，并加入到巴菲特法则追随者的行列。

对于希望对巴菲特法则有进一步了解的读者，我们向您推荐广受欢迎的“关注巴菲特”网站，它做得相当不错，追踪到巴菲特做的所有事情，网址是 www. BuffettWatch. com。

最后，我们再给您一个忠告：要学会企业前景投资其实并非一件难事，但你必须付出一些努力——就像你学习所有那些有用的知识一样。不过，一旦你掌握了，就一定会受益终身。

祝您投资顺利，好运常伴！

玛丽·巴菲特，戴维·克拉克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声 明

本书并未推荐读者购买或出售书中所涉及的所有公司证券。作者以及出版方不负责提供法律、会计、投资或者其他专业服务。

作者及出版方特此声明：对于因应用本书中的任何内容带来的直接或者间接、个人或者非个人的损失或者风险，均不承担任何责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

BUFFETTOLOGY

做到这些，

巴菲特的成功之路就是你的成功之路！

◎ 买什么企业的股票？投资多长时间？这是投资要决定的第一件事

◎ 好运的关键，在于找到经济状况良好，能够可靠预测其未来收益的公司

◎ 市场下跌时才是最佳的买进机会

◎ 世界上最愚蠢的想法，就是以为股价在下个星期就会上涨

◎ 优质企业不景气的时候，可能正是投资的好机会

◎ 投资时，要把通货膨胀的后果考虑进去

◎ 当投资消费垄断企业时，通货膨胀可以使你获益，甚至发财致富



上架建议◎理财



www.publish.citic.c

定价：42.00元